PETITE BIBLIOTHEQUE PAYOT

L. L. B. ANGAS

PLACEMENTS ET SPÉCULATION EN BOURSE




P
P

Spécialiste international des questions boursières, L. L. B. ANGAS a mis au point une méthode qui a fait ses preuves depuis de nombreuses années et des dizaines de milliers d'épargnants de tous les pays ont profité de ses conseils.

Les méthodes d'observation et de prévision graphiques préconisées par l'auteur présentent un intérêt de premier ordre. *Placements et spéculation en bourse* est considéré comme le meilleur ouvrage qui ait été écrit jusqu'à ce jour sur les questions de placement et comme le guide le plus sûr que puissent suivre les épargnants dans la période d'incertitude que nous traversons.

L. L. B. ANGAS

PLACEMENTS ET SPÉCULATION EN BOURSE

PRÉVISION DES MOUVEMENTS DE COURS DES VALEURS
TECHNIQUE DE VALORISATION DES PORTEFEUILLES

4

PETITE BIBLIOTHÈQUE PAYOT

106, Boulevard Saint-Germain, Paris

Adapté de l'anglais par Gaël Fain, cet ouvrage a été précédemment publié dans la " Bibliothèque Économique " des Éditions Payot, Paris, sous le titre *Placements rationnels et spéculation raisonnée.*

Couverture de François Delapraz.

PRÉFACE

Pour réussir, un « placeur » (1) *a besoin de se former une idée précise (I) des différents facteurs qui agissent, à court terme et à long terme, sur les cours des valeurs et qui, par suite, donnent naissance aux bénéfices ou aux pertes. Il a également besoin (II) d'être averti des écueils à éviter particulièrement; et, en outre (III), de s'assimiler une série de règles nettement formulées dont l'observation doit* normalement « *payer* ».

Il importe de plus au placeur (IV) de s'initier à une technique précise des opérations sur valeurs mobilières, car il doit savoir comment traiter, pour tirer le meilleur parti des circonstances, ses pertes et ses profits et comment s'y prendre pour se protéger contre les éventualités imprévues.

Certes, la prévision des cours des valeurs mobilières ne constitue pas une science exacte; cependant, abstraction faite des gains qui peuvent être occasionnellement réalisés grâce à la chance, au flair ou à des renseignements de première main, des bénéfices solides et durables ne peuvent provenir que de l'application de méthodes rationnelles d'analyse financière et d'arbitrage.

Il convient de réserver une mention spéciale à la question du « flair ». Nous n'ignorons aucunement que, parmi les hommes qui réussissent le mieux à la Bourse, on en compte d'aucuns qui mettent en doute l'utilité pratique des règles, des statistiques, des graphiques et des théories et qui préfèrent se fier à leur instinct, à leurs dons innés et aux méthodes qu'ils ont apprises inconsciemment au long de l'expérience de toute leur vie. Cependant l'expérience financière est trop souvent onéreuse à acquérir. D'autre part, un observateur averti, s'il procède à une analyse serrée de la façon d'opérer des hommes qui « ont du flair », est à même d'en

(1) Par « placeur » nous entendons toute personne qui effectue un placement en valeurs mobilières. Ce terme a donc un sens distinct de celui des termes épargnant ou capitaliste, ceux-ci pouvant fort bien ne pas placer leurs épargnes ou leurs capitaux, mais les thésauriser (*N. du. T.*).

dégager certaines « attitudes à l'égard des mouvements de bourse » et certaines « conditions préférées pour acheter ou pour vendre » qui constituent à elles seules un jeu d'excellents principes de placement.

Le présent ouvrage ne sous-estime aucunement le rôle du « flair ». Cependant on doit réserver également l'attention qu'ils méritent aux problèmes complémentaires de la prévision et de la technique boursières.

Dans les pages qui suivent, nous nous sommes efforcé d'exposer les principaux aspects des problèmes de placement et de spéculation, en les considérant sous l'angle qui leur est propre et, ce faisant, nous espérons avoir donné à nos lecteurs le moyen d'acquérir les connaissances économiques et d'adopter l'attitude psychologique qui leur sont nécessaires pour réussir.

L. L. B. ANGAS.

1 POSITION DU PROBLÈME

Exploitation des lois de probabilité.

La prévision boursière constitue une branche de l'économie politique. Cependant l'économie politique n'est pas une science exacte : elle consiste seulement en lois de probabilité. Par conséquent, le placeur le plus prudent est celui qui suit exclusivement une ligne de conduite « normalement » raisonnable et qui évite les opérations et les tactiques « normalement » erronées.

Mouvements boursiers.

Si l'on considère le marché des valeurs, dans son ensemble, on observe trois séries distinctes de mouvements superposés :

1. Mouvements principaux — qui tendent à se prolonger par vitesse acquise pendant plusieurs mois, sinon pendant un ou deux ans ou davantage.
2. Mouvements intermédiaires — qui durent habituellement deux mois ou davantage.
3. Mouvements secondaires — qui durent deux semaines ou davantage, mais aussi fréquemment moins.

Des mouvements au jour le jour et heure par heure se succèdent également sans interruption, mais ils ne présentent d'intérêt qu'en tant qu'éléments de la tendance « secondaire ». Il peut exister également une tendance dite « séculaire » agissant pendant une très longue période.

Cycle économique ou conjoncture influencée.

Au cours du XIXe siècle et jusqu'en 1939, l'activité des affaires ainsi que, corrélativement, les cours des actions et des obligations oscillaient par cycles. L'on pouvait analyser, sinon prédire *grosso modo*, l'évolution de ces cycles avec leurs alternances de prospérité, de tension, d'effondrement et de dépression.

L'on ne saurait préjuger de l'avenir et il est possible qu'un tel rythme se rétablisse à plus ou moins prochaine

échéance. Toutefois, aucune dépression sensible n'a, depuis la fin de la guerre, affecté soit l'économie dominante des États-Unis, soit les économies européennes, cette immunité remarquable ayant, semble-t-il, tenu pour une large part à la politique, visant au « plein emploi », systématiquement mise en œuvre par les pouvoirs publics et les autorités financières. Si ceux-ci continuent, dans l'avenir, à intervenir dans le même sens et si leur action est généralement couronnée de succès, il y a des chances sérieuses pour que les grandes crises et dépressions d'antan ne se renouvellent plus.

Stratégie des placements.

Au cours d'une période d'expansion, les valeurs à revenu variable tendent à monter en liaison avec l'accroissement, réalisé ou escompté, des bénéfices, cette hausse pouvant être simultanément favorisée par une politique de crédit à bon marché.

Cependant le plein emploi des facteurs de production tend à accroître les rémunérations et les profits et, en conséquence, à développer la consommation et l'investissement plus rapidement que n'augmente le volume des marchandises et des services disponibles, ce qui se traduit, tôt ou tard, par une hausse des prix, ainsi que, éventuellement, par un déficit excessif de la balance des paiements, les importations dépassant toujours davantage les exportations.

Aux fins de réagir contre cette évolution inflationniste, les pouvoirs publics peuvent être amenés à rehausser les taux d'intérêt, à resserrer le crédit, à réduire les investissements financés par l'État et à alourdir les charges fiscales.

Si ces mesures sont efficaces, les perspectives de bénéfices nominaux deviendront moins favorables et les cours des valeurs à revenu variable fléchiront, la contraction du crédit et la hausse des taux d'intérêt constituant simultanément un facteur de baisse qui réagira également sur les valeurs à revenu fixe.

Cependant, lorsque, sous l'effet de ces mesures, des taches de chômage commenceront à apparaître et tendront à s'élargir, les pouvoirs publics, soucieux de maintenir le plein emploi et de remettre en marche l'expansion, ne tarderont sans doute guère à assouplir leur dispositif anti-inflationniste, notamment en encourageant les investissements ou en détendant le crédit. Le ralentis-

sement des affaires aura d'ailleurs de lui-même déjà favorisé la baisse des taux d'intérêt, car les demandes de prêts auront diminué [1].

En résumé, la politique rationnelle de placement dans un régime économique placé sous le signe du plein emploi doit, semble-t-il, s'orienter plus constamment que ce n'était le cas dans le passé vers les valeurs à revenu variable, sans perdre néanmoins de vue l'éventualité de réactions temporaires, mais brutales.

Tactique boursière.

Cependant l'évolution de la Bourse n'est jamais exactement simultanée ni parallèle à celle des affaires, car elle est influencée par des vagues alternatives d'optimisme ou de pessimisme généralisé et par des « conditions techniques » liées au volume des épargnes disponibles pour de nouveaux placements *et consentant à s'investir.* Aussi le marché des valeurs mobilières, dans son ensemble, oscille-t-il violemment, « à cheval » sur sa moyenne de longue durée.

Ces fluctuations « intercalaires » tiennent à ce que les cours des valeurs ne sont pas affectés seulement par des facteurs « internes », c'est-à-dire par les conditions inhé-

[1] Or, toute baisse sensible des taux tend automatiquement à relever les cours des valeurs à revenu variable et des valeurs à revenu fixe. Il est d'ailleurs possible que le redressement de ces dernières (notamment des titres *indexés*) précède celui des valeurs à revenu variable, celles-ci ne sortant de leur torpeur qu'à partir du moment où, les affaires ayant nettement repris, les perspectives de bénéfices apparaîtront sous un jour favorable.

Une stratégie de placement rationnelle pourrait donc consister :

1° A acquérir, de préférence, des valeurs à revenu variable (en particulier des actions de *sociétés d'investissement*) durant les périodes de reprise succédant à un coup de frein antiinflationniste ;

2° A liquider progressivement ces titres (ou, tout au moins, à s'alléger) lorsque des signaux d'alarme (forte poussée sur les prix, difficilement contenue par les pouvoirs publics, amenuisement considérable des taux de capitalisation, épuisement dangereux des réserves de devises) permettent de présumer que le gouvernement sera contraint de prendre, à plus ou moins brève échéance, des mesures antiinflationnistes ;

3° A acquérir des valeurs à revenu fixe (notamment des titres *indexés*) lorsque se manifesteront les premiers symptômes d'une détente du crédit (fléchissement des taux) ;

4° Et ainsi de suite.

Mais le placeur ne devra jamais perdre de vue que, de nos jours, les risques d'inflation l'emportent nettement, par solde, sur les risques de déflation et que les emprunts « classiques » (non *indexés*) ont cessé d'être des valeurs de père de famille.

rentes à une branche ou à une société données, mais encore par des facteurs « externes », par des conditions boursières, telles que : psychologie des opérateurs ou variations temporaires du volume des fonds mis à la disposition de la Bourse ou que l'on désire en retirer.

Ces fluctuations intercalaires, qui durent habituellement plusieurs mois et permettent de réaliser de larges profits, peuvent faire l'objet d'études précises et l'on peut tenter de prévoir leur évolution probable (cf. chapitre 12)

Les différentes branches industrielles évoluent selon des tendances qui leur sont propres et dont on peut s'efforcer de déterminer les points de rebroussement (cf. chapitre 8 et appendice A).

Enfin, les valeurs considérées individuellement oscillent, elles aussi, « à cheval » sur leur direction moyenne de hausse ou de baisse.

Le problème de la sécurité des placements.

En ce qui concerne la sécurité :

1. En certaines périodes ultratendues, mieux vaut ne posséder que des fonds liquides.

2. En d'autres périodes, les valeurs à revenu fixe *de premier ordre* [1] sont plus sûres que les valeurs à revenu variable.

3. En d'autres périodes encore, les valeurs à revenu variable sont plus sûres que les valeurs à revenu fixe.

4. En fait, rien n'est plus irrationnel que d'effectuer des placements *permanents* dans un monde qui change continuellement.

Il s'ensuit que la recherche continue de la sécurité des placements est incompatible avec une politique d'inertie et avec un portefeuille immuable, mais qu'elle nécessite une vigilance soutenue. Le placeur doit se rendre parfaitement compte qu'il est nécessaire de modifier la composition d'un portefeuille dès que les conditions de base commencent à changer.

Arbitrer ses titres n'est pas synonyme de spéculer, au sens péjoratif du terme. En fait, il peut advenir que l'on coure précisément les plus grands risques en ne modifiant pas son portefeuille. Aucune méthode n'est plus dangereuse que celle qui consiste à ne pas regarder dans l'avenir (*speculare*, selon le terme latin) et à se dispenser d'analyser l'évolution des tendances profondes du marché.

(1) De préférence *indexées* dans les pays à monnaie instable.

Le principal objet du présent ouvrage est de guider le lecteur en ce qui concerne la stratégie des arbitrages boursiers.

Méthode préconisée.

Compte tenu de l'action des forces définies ci-dessus, la ligne de conduite la plus sûre à observer, quand on aborde le problème des placements, consiste peut-être à viser essentiellement l'exploitation des mouvements « majeurs » du marché.

En fait, le placeur devrait effectuer la majeure partie de ses achats au début des reprises, en se proposant de conserver ses titres jusqu'au moment où les conditions économiques de la branche industrielle en cause donnent des signes d'affaiblissement interne.

Nonobstant cette règle générale, cependant, notre placeur devrait être toujours préparé à vendre à l'occasion des poussées de hausse intercalaires affectant un compartiment spécifique ou l'ensemble du marché — car les meilleures valeurs peuvent elles-mêmes devenir temporairement trop chères.

Les tentatives visant à anticiper sur les oscillations intercalaires ou secondaires ne constituent, néanmoins, qu'un détour occasionnel de la ligne de conduite générale recommandée par nous.

Mieux vaut s'abstenir complètement ou à peu près complètement que d'essayer d'exploiter les mouvements « mineurs » et les mouvements au jour le jour.

En résumé, la méthode générale que nous conseillons consiste :

(i) A tirer parti des fortes fluctuations affectant des industries données et des groupes de valeurs donnés.

(ii) A arbitrer les valeurs ayant monté exagérément (même si la tendance de l'évolution industrielle des sociétés en cause continue à être favorable) contre d'autres valeurs dont l'évolution industrielle est également favorable, mais qui paraissent néanmoins meilleur marché, compte tenu des circonstances présentes ou des perspectives futures.

(iii) A ne vendre des actions, émises par des sociétés et rattachées à des branches offrant des promesses de hausse, que si :

(*a*) Leurs cours paraissent trop élevés, soit en valeur absolue, soit par rapport aux cours des autres actions ; ou

(*b*) Si la position technique boursière semble nettement critique.

Ce système, bien entendu, n'est pas infaillible. Mais il est néanmoins fondé sur de saines conceptions économiques et boursières. Il devrait donc se traduire par de bons résultats pour les placeurs qui en appliqueront les principes avec persévérance.

Types de placeurs.

Généralement parlant, il existe trois types différents de placeurs :

1. Ceux qui se préoccupent principalement de sauvegarder leur capital.
2. Ceux qui se préoccupent principalement de tirer d'un capital donné un revenu aussi élevé que possible.
3. Ceux qui visent, essentiellement, à accroître leur capital.

1. *Placeurs principalement préoccupés de sauvegarder leur capital.*

Pour atteindre un tel objectif, il est indispensable de prendre conscience du fait que l'activité industrielle et les taux d'intérêt évoluent.

Beaucoup de placeurs croient ne trouver de sécurité qu'en choisissant celles des valeurs à revenu fixe ou à revenu variable dont la tenue boursière a été continuellement bonne depuis quatre ou cinq ans. Mais comme les taux d'intérêt et l'activité industrielle évoluent, cette méthode (consistant à n'acquérir que celles des valeurs à revenu fixe ou à revenu variable dont la tenue *récente* a été exceptionnellement ferme) conduit en général, pour ultra-prudente qu'elle puisse paraître, à acheter quasiment aux plus hauts cours. Par suite, le souci de sécurité des placeurs se traduit fréquemment par une série de pertes cuisantes.

Les bons à court terme, dans certaines circonstances, les obligations à long terme, notamment indexées ou convertibles en actions, dans d'autres circonstances, constituent des instruments de placement répondant à la préoccupation « sécurité avant tout » ; cependant, étant donné que la prospérité, quand elle favorise un groupe quelconque de valeurs à revenu fixe ou à revenu variable, tend, sous le régime moderne de concurrence, à faire entrer en action des forces antagonistes qui mettent finalement un terme à cette prospérité, le moyen le plus sûr de con-

server son capital intact consiste, en principe, à n'acquérir que des titres offrant encore des perspectives économiques d'appréciation future. On ne doit d'ailleurs effectuer d'achats, dans chaque cas d'espèce, que si les chances de hausse sont supérieures aux chances de baisse ; or, cette règle implique l'achat de valeurs à revenu variable au cours des périodes d'expansion économique.

2. *Deuxième catégorie : placeurs qui s'attachent à tirer d'un capital donné un revenu aussi élevé que possible.*

Il advient parfois que l'on puisse acquérir des valeurs à revenu variable et à revenu fixe qui, tout en étant sûres, procurent un revenu élevé ; mais, dans de nombreux cas, l'on ne peut obtenir un revenu élevé qu'en faisant courir de grands risques à son capital (par exemple en achetant des titres de sociétés dont la direction manque d'initiative ou en investissant dans des branches dont la tendance ne semble guère favorable). L'on ne saurait, toutefois, généraliser en pareille matière.

Comme l'activité économique évolue, il est fréquemment possible, même si les taux d'intérêt sont bas, d'obtenir des rendements relativement élevés sur les valeurs de certaines branches : non parce que celles-ci sont placées dans une position périlleuse, mais parce que leurs marges d'accroissement des bénéfices sont plus étroites que celles de certaines autres branches.

Néanmoins, les placeurs doivent se rendre compte qu'ils ne peuvent, en règle générale, obtenir le double avantage d'un revenu élevé et d'une forte marge de hausse.

3. *Troisième catégorie : placeurs qui visent, essentiellement, à améliorer leur capital.*

Chercher à améliorer son capital n'est pas nécessairement synonyme d'en sacrifier la sécurité, bien que, normalement, la recherche des plus-values en capital implique dans le présent (mais non forcément dans l'avenir) l'acceptation d'un taux de capitalisation plus faible que celui que l'on pourrait obtenir avec des titres ayant de moindres chances de redressement.

Pendant les premières phases d'une reprise, les trois groupes qui offrent les meilleures perspectives de plus-values en capital et d'accroissement final du revenu sont :

(i) Les branches industrielles dont les profits varient considérablement, en fonction de l'activité générale des

affaires, par exemple : matières premières, industries du bâtiment et industries de luxe.

(ii) Les industries pour les produits desquelles de gros besoins de remplacement différés se sont accumulés.

(iii) Les industries dont l'avenir apparaît comme particulièrement prometteur dans la présente période décennale : par exemple, industrie aéronautique, moteurs diesel, conditionnement de l'air (aux États-Unis).

Si l'on peut découvrir dans ces branches des sociétés saines dont la structure du capital se traduit par un vigoureux « effet de levier » à la hausse [1], les perspectives de plus-values s'en trouveront améliorées d'autant.

Opérateurs à long terme et opérateurs à court terme.

Si l'on considère la catégorie des placeurs visant à réaliser des plus-values en capital, on peut la subdiviser, à son tour, en quatre sections :

(i) Opérateurs au jour le jour.

(ii) Opérateurs exploitant les fluctuations de cours intercalaires.

(iii) Placeurs à plus long terme, exploitant les mouvements principaux.

(iv) Placeurs permanents.

Bien entendu, un individu donné peut acquérir certaines valeurs en vue d'une spéculation temporaire et certaines autres valeurs à titre de placement à long terme. On doit, cependant, se rendre nettement compte des motifs pour lesquels on a acquis une valeur donnée et savoir pendant combien de temps on envisage de la conserver. Rien n'est plus dangereux que d'apprécier inexactement le facteur temps, car certaines valeurs peuvent offrir l'occasion d'un « coup de fusil » avantageux, tout en étant dangereuses à conserver en portefeuille, alors que d'autres valeurs, tout en n'offrant pas de chances de plus-value immédiate, comportent des possibilités à long terme intéressantes pour le portefeuille.

Il est important de reconnaître quelles sont les valeurs qui se prêtent le mieux aux différents objectifs poursuivis.

Il convient d'ailleurs d'observer que la meilleure ligne de conduite à suivre peut varier selon les placeurs. Les facteurs qui entrent en jeu sont : le tempérament, les connaissances financières, les loisirs dont on dispose pour étudier les questions de placement, l'âge, la santé, le montant

[1] Sociétés à dette obligataire relativement élevée.

des assurances contractées, le revenu professionnel normal, les perspectives d'avenir, les charges de famille (enfants, etc.), le train de vie, le montant vraisemblable des épargnes futures, les pertes que l'on peut se permettre de subir et que l'on est disposé à subir, les charges futures, les « espérances » d'héritages, etc.

Méthodes à appliquer.

D'un point de vue général, il faut, pour réaliser des placements avantageux, se livrer à l'étude des cinq problèmes suivants :

I. Analyse des causes économiques et monétaires qui régissent *l'activité des affaires dans son ensemble.*

II. Analyse des facteurs qui provoquent, dans *chaque* branche industrielle, la transition du boom à la récession, et vice versa.

III. Analyse des facteurs, d'ordre monétaire et psychologique, qui engendrent les fluctuations « intercalaires » affectant *l'ensemble du marché.*

IV. Analyse individuelle des sociétés rattachées à des branches offrant des perspectives intéressantes, afin de déterminer celles dont la situation est la plus solide.

V. Analyse de la position technique des différentes valeurs à revenu fixe ou à revenu variable, afin de procéder aux achats et aux ventes au cours des périodes de sous-évaluation ou de surévaluation temporaire, provoquée par les conditions techniques du marché.

Nous venons d'esquisser à grands traits le problème à traiter et la solution que nous préconisons. Nous allons entrer maintenant dans l'étude détaillée de notre sujet.

3 ÉTHIQUE DE LA SPÉCULATION

Nécessité sociale d'une Bourse des valeurs.

Il est évident qu'une Bourse des valeurs est nécessaire dans une société capitaliste. L'industrie a besoin de capitaux. Or, il n'existe pas un nombre suffisant d'hommes riches capables de financer par leurs propres moyens chacune des branches industrielles. Il est donc indispensable de recourir à des formules d'investissement coopératif, par exemple, à celle des sociétés par actions.

Cependant les épargnants modestes ne consentiront jamais à investir leurs économies dans une société, à moins qu'ils ne soient plus ou moins sûrs de pouvoir réaliser rapidement leur placement, en en retirant un prix raisonnable. En effet, ils peuvent avoir soudainement besoin de ces épargnes pour cause de maladie, de vieillesse, d'achat d'une maison, etc.

L'avantage de la formule capitaliste des sociétés par actions, qui a permis à l'industrie de réaliser les progrès rapides que l'on sait, c'est que chaque placeur est raisonnablement certain de pouvoir « retirer » de l'industrie, avec le concours de la Bourse, à toutes fins utiles, ses épargnes, sous forme de fonds liquides et sur la base de cours normaux : ceci en dépit du fait que le capital « réel » correspondant est irrévocablement investi.

Cette faculté suppose, bien entendu, l'existence d'une Bourse continuellement alimentée par des demandes d'acheteurs.

Utilité sociale de la spéculation.

Cependant les Bourses doivent être raisonnablement libres. Supposons, en effet, que l'actionnaire d'une société ait besoin, pour se créer des disponibilités, de réaliser ses titres sur une Bourse qui ne soit pas libre : il se pourrait qu'il ne trouve pas d'acquéreur, sinon en consentant un sacrifice de cours considérable. Un tel état de choses entraverait l'investissement continu des épargnes dans l'industrie.

Est donc théoriquement désirable l'existence d'un groupe nombreux de placeurs et d'opérateurs professionnels, de préférence riches et intelligents, prêts à se porter acheteurs dès qu'ils voient le cours d'un titre coté tomber au-dessous du cours qu'ils estiment représenter sa valeur intrinsèque. Inversement, il appartient à ce groupe d'intervenir en réalisant ses titres ou en vendant à découvert quand il considère que les cours montent exagérément, sous l'influence de l'optimisme excessif du public ou de l'abondance exceptionnelle des épargnes à investir.

S'il existe un tel groupe d'opérateurs, le marché d'un titre tendra à osciller entre des limites relativement rapprochées et ces oscillations se placeront « à cheval » sur un cours moyen correspondant aux mérites intrinsèques probables de la société.

En fait, il est extrêmement désirable, au point de vue social, qu'il existe dans une communauté capitaliste un groupe nombreux de spéculateurs *bien renseignés.* Les interventions des spéculateurs mal renseignés accentuent les oscillations boursières au lieu de les atténuer. La spéculation judicieuse, au contraire, a précisément l'effet inverse. Et si la spéculation doit exister — ce qui est désirable du point de vue social, sinon peut-être du point de vue moral — plus tôt elle deviendra rationnelle et mieux cela vaudra : ceci constitue à mes yeux l'une des raisons qui justifient la publication du présent ouvrage.

Point de vue de la morale individuelle.

Même si l'on tient l'existence d'une spéculation avertie pour socialement souhaitable et même si les gros profits réalisés par certains spéculateurs sont la contrepartie des risques qu'ils courent et des services qu'ils rendent indirectement à l'industrie, ceci ne veut pas dire que l'existence d'un individu participant à une longue série d'opérations spéculatives soit justifiée moralement, à moins que l'on ne fasse état des excuses passablement détournées qui précèdent.

Il est toujours quelque peu méprisable de vivre d'expédients, ce qui est le cas des purs spéculateurs. Cependant, les épargnes sont faites pour être investies. Or, il est évident qu'un placeur, ayant des devoirs envers sa famille, n'a pas le droit de perdre ses économies. Il doit donc s'efforcer d'investir intelligemment ses capitaux. De plus, si la majorité des placeurs faisait preuve d'intelligence, peu de fonds seraient placés dans une entreprise donnée,

à moins que celle-ci ne mérite la confiance des épargnants. La spéculation raisonnée aurait donc pour effet d'enrayer l'afflux, à un moment inopportun, de capitaux frais dans une branche industrielle donnée et d'empêcher ainsi le gaspillage du capital national.

Ne pas se mentir à soi-même.

Cependant le spéculateur ne doit pas se dissimuler la vérité. Son objectif primordial consiste en effet à essayer de « repasser » les titres en lesquels il n'a pas personnellement confiance à des personnes moins bien renseignées et à espérer qu'elles consentiront, volontairement, certes, mais à tort, à mettre en portefeuille les titres éliminés par lui-même. Chacun doit donc résoudre ce problème moral en interrogeant sa propre conscience, quitte à atténuer des remords éventuels en tenant compte *a*) du fait que l'on peut soi-même être induit en erreur ; et *b*) du fait que les valeurs écartées ne sont pas nécessairement mauvaises, même si l'on est incliné à penser que *l'on* peut les remplacer par des valeurs *encore meilleures.*

ARBITRAGES GÉNÉRAUX DE VALEURS A REVENU FIXE CONTRE VALEURS A REVENU VARIABLE

4

Les valeurs à revenu variable tendent à monter et à baisser en fonction des bénéfices nets des sociétés et, comme la plupart des industries évoluent parallèlement, ces valeurs, considérées dans leur ensemble, montent et baissent en concordance avec l'évolution générale des affaires — bien que peut-être avec une avance de quelques mois (1).

Influence des taux d'intérêt à long terme sur les cours des valeurs mobilières.

Les cours des valeurs à revenu fixe sont influencés par d'autres considérations. Ils tendent à monter et à baisser en raison inverse du taux de l'intérêt à long terme (2).

Si le taux de l'intérêt à long terme s'élève, par exemple, de 5 % à 7 %, les obligations ne portant que 5 % d'intérêt tomberont au-dessous du pair. Réciproquement, si le taux courant fléchit de 5 % à 3 %, les financiers emprunteront à ce taux plus faible pour acquérir des obligations 5 % et ces achats provoqueront une hausse des cours de ces titres. Par conséquent, les cours des valeurs à revenu fixe varient en raison inverse des taux d'intérêt à long terme en vigueur sur le marché.

Le même groupe d'influences agit, dans une certaine mesure, sur les actions : la réduction des taux d'intérêt tend, toutes choses égales d'ailleurs (c'est-à-dire à moins que les bénéfices industriels ne décroissent encore plus rapidement), à faire monter les cours des actions ; au contraire, la hausse des taux d'intérêt à long terme tend à faire baisser les cours des actions. Néanmoins, l'influence des taux à long terme est fréquemment annulée par celle

(1) Cette « anticipation » des mouvements des actions tient principalement au fait que certaines personnalités bien placées sont renseignées avant le public sur l'importance des bénéfices et achètent ou vendent des titres avant la publication des rapports annuels.

(2) Tout au moins en période de stabilité monétaire (*N. d. T.*).

du facteur profits. Il en résulte que les actions ne baissent pas invariablement chaque fois que se relève le taux de l'intérêt à long terme et qu'elles ne montent pas invariablement dans le cas contraire. Cependant il reste vrai d'une façon générale que, *toutes choses égales d'ailleurs*, une hausse du taux de l'intérêt à long terme affecte simultanément *toutes* les valeurs mobilières (1).

Cette question des taux d'intérêt est assez importante pour que nous nous étendions un peu davantage sur ce point.

Comment l'activité industrielle commande les taux d'intérêt.

Le taux d'intérêt à long terme pratiqué sur le marché (c'est-à-dire le loyer que les emprunteurs sont disposés à payer aux prêteurs éventuels pour l'usage de leurs capitaux) est principalement commandé par les bénéfices que les producteurs escomptent pouvoir réaliser dans l'industrie (2) et ce taux varie en raison des perspectives générales d'activité des affaires.

Par suite, l'évolution des affaires, en réagissant sur les taux d'intérêt, gouverne, non seulement les cours des valeurs à revenu variable, mais encore, indirectement, ceux des valeurs à revenu fixe qui baissent, avec un certain retard, en période d'essor industriel et montent, avec un certain retard, en période de ralentissement industriel.

Évolutions des obligations et des actions.

Les cours des obligations et ceux des actions évoluent normalement en sens contraire. En cas de crise boursière, cependant, les obligations et les actions baissent simultanément ; réciproquement, au cours des premières phases de reprise, elles montent simultanément. Les mouvements des obligations sont beaucoup moins violents que ceux des actions et les précèdent normalement.

(1) On doit se garder de confondre les « taux d'intérêt à long terme » et les « taux à court terme des reports ». Les taux des avances à court terme gagées par des couvertures de titres montent fréquemment *sans* affecter défavorablement les cours des valeurs. Ce cas peut se présenter si le public croit fermement à une hausse prochaine des actions justifiant, à son avis, le versement temporaire d'intérêts élevés.

(2) *En règle générale*, l'influence des emprunts d'État sur les taux d'intérêt est secondaire, bien qu'elle joue dans certains cas un rôle décisif. Si le gouvernement emprunte au public, les taux d'intérêt auront tendance à monter ; s'il emprunte à la Banque d'Émission, les taux tendront à baisser, tout au moins sous la plupart des régimes bancaires (cf. chapitre VII).

Les cours des actions oscillent davantage encore que les bénéfices d'exploitation, mais, normalement, ils atteignent leurs maxima et leurs minima plusieurs mois avant la publication des résultats des sociétés.

Nous ajouterons incidemment que, en période d'expansion, les cours des valeurs à revenu variable tendent à anticiper sur les bénéfices escomptés, si bien que les taux de capitalisation fléchissent graduellement (en fonction de la hausse) jusqu'à tomber, peut-être, à 3 ou 4 %, sinon plus bas. Inversement, en période de déclin, les actions baissent ordinairement plus rapidement que ne diminuent les profits, car chacun s'attend à ce que les bénéfices déclarés l'année suivante soient inférieurs aux bénéfices déclarés au cours de l'exercice écoulé. Par suite, les taux de capitalisation des actions tendent à s'élever peu à peu.

La politique de placement ne doit pas être immuable.

On peut tirer la conclusion suivante des remarques précédentes : le placeur qui vise principalement à améliorer son capital devrait, lorsque la situation générale des affaires commence à se détériorer, arbitrer ses actions contre les obligations (1) ; puis arbitrer ses obligations contre des actions lorsque la situation des affaires commence à se redresser.

Cependant les booms se liquident, dans la plupart des cas, par une tension du crédit plus ou moins prolongée et, pendant cette période, presque tous les titres baissent simultanément, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations. C'est pourquoi, lorsque l'on est parvenu à un point culminant, il est ordinairement recommandable, après avoir réalisé ses valeurs à revenu variable, de ne pas réinvestir immédiatement en valeurs à revenu fixe le produit de ces ventes. On devrait laisser ses fonds en dépôt jusqu'à ce que, la baisse des obligations paraissant enrayée, l'indice des valeurs à revenu fixe ait commencé à se redresser en montant d'un ou deux points ; en d'autres termes, environ jusqu'au moment où le taux d'escompte officiel est abaissé pour la première fois après la période de resserrement du crédit.

A ce moment, l'on devrait investir ses disponibilités en obligations à long terme (de préférence en titres portant un faible taux nominal d'intérêt et qui se tiennent

(1) Indexées si la monnaie est instable.

nettement au-dessous de leurs niveaux de conversion ; cf. chapitre VI) : ces obligations s'apprécieront graduellement dans la mesure même où les taux d'intérêt iront s'abaissant.

Les six phases possibles de l'évolution des cours.

Généralement parlant, on peut classer entre six phases successives les mouvements que les valeurs à revenu variable peuvent accomplir :

(1) La crise de confiance et les ventes forcées font place à un redressement, au terme de la période pendant laquelle la Bourse a été entraînée par les conditions bancaires vers des paliers déraisonnablement bas, les valeurs étant alors largement offertes et les cours étant par suite ramenés à des niveaux que la situation elle-même ne justifiait plus logiquement. Cette phase est marquée par une reprise, généralement rapide, qui d'ailleurs ne repose pas sur un redressement réellement fondamental, mais seulement sur le fait que le sang-froid reprend ses droits au lendemain d'une panique irréfléchie.

(2) La seconde phase remplit la période durant laquelle les cours des valeurs répondent à *l'amélioration effective des affaires.* La hausse corrélative est habituellement plus lente et moins générale que celle de la première phase.

(3) La troisième phase est celle de *l'optimisme excessif*; les cours des valeurs atteignent alors des niveaux exagérément élevés, en raison de la confiance du public dans la réalisation de nouveaux progrès.

(4) La quatrième phase est celle d'une *réaction instinctive contre cet optimisme excessif* et du retour à des cours mieux en harmonie avec les conditions réelles.

(5) La cinquième phase est celle durant laquelle les *cours des valeurs réagissent au déclin des affaires* et à la réduction des profits.

(6) La sixième phase remplit la période pendant laquelle *la crainte annihile à nouveau le raisonnement,* les ventes forcées ramenant les cours à des niveaux inférieurs à ceux que justifierait l'activité, même réduite, des affaires.

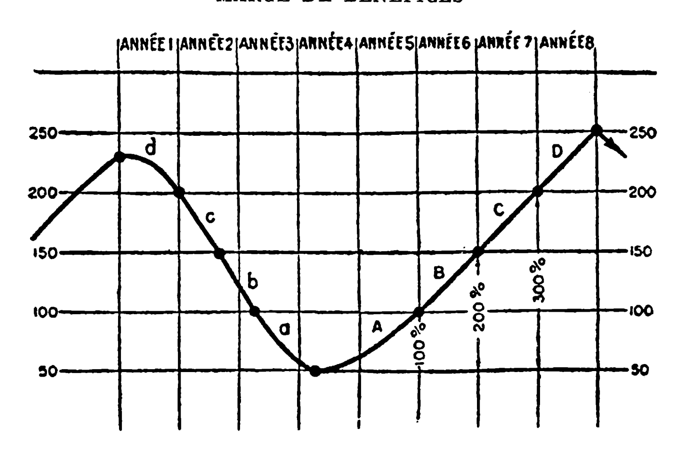
Marges de bénéfices.

On ne saurait suggérer de chiffres précis en ce qui concerne la marge de bénéfices réalisables sur les valeurs à revenu variable, car cette marge varie selon les circonstances.

Il convient cependant de prendre en considération certaines données mathématiques illustrées par le graphique I ci-après, sur lequel nous avons porté la courbe (imaginaire) de l'indice des valeurs à revenu variable pour une période de huit ans. Dans notre hypothèse, la hausse à partir du fond de la baisse, touché au terme de la troisième année, jusqu'au plafond du boom, atteint au terme de la huitième année, fait passer l'indice des cours d'un niveau minimum de 50 à un niveau maximum de 250 et elle ressort, par conséquent, à 400 %. (Le graphique I a été établi à une échelle arithmétique, et non à une échelle géométrique.)

PLANCHE I

MARGE DE BÉNÉFICES



Si un opérateur achète au fond de la baisse et vend au plafond du boom, il réalise un profit de 400 %.

S'il achète au niveau 100, il réalise seulement un profit de 150 %.

S'il achète vers le milieu du boom (niveau 150), son profit tombe à 66 %.

S'il achète enfin au niveau 200, il ne peut gagner que 25 %, au maximum.

On notera d'ailleurs le point suivant : bien qu'une hausse de 200 à 250 soit identique, si elle est évaluée en points, à une hausse de 50 à 100, l'investisseur ne réalise dans le premier cas qu'une plus-value de 25 %, tandis

qu'il réalise dans le second cas une plus-value de 100 %. Par conséquent, plus tôt on achète au cours d'une reprise et plus on a de chances de réaliser des bénéfices.

Mais comme il est exceptionnellement difficile de tomber juste sur les cours minima de dépression, la période la plus sûre pour acheter se place probablement un certain temps après le début d'une reprise dont on peut reconnaître l'apparition en examinant un graphique de l'indice des valeurs à revenu variable.

Pour quiconque a pris position à la baisse, une baisse de 50 points (de 200 à 150) ne se traduit que par un profit de 25 % (1). Une nouvelle baisse de 50 points (de 150 à 100) donne un bénéfice de 33 % ; et une baisse de 100 à 50 procure un gain de 50 %.

Il n'est donc, semble-t-il, pas aussi urgent de prendre position à la baisse dès le début d'une récession boursière que de prendre position à la hausse au commencement d'une reprise et, la « chasse au découvert des vendeurs » étant particulièrement à redouter en période de boom, il est probablement beaucoup plus dangereux d'essayer de tomber juste sur un « plafond » en se plaçant à la baisse que sur un « creux » en manœuvrant à la hausse. En fait, il est probablement plus sûr d'acheter trop tôt (avant que la dépression ait pris fin), par exemple pendant la phase *b* de la fluctuation en baisse (cf. fig. ci-contre), que de vendre à découvert pendant la phase C de la fluctuation en hausse.

Notons en passant qu'un opérateur, s'il achète trop tôt, pendant la phase *b*, réalisera un bénéfice plus élevé, à condition de conserver sa position jusqu'au plafond du prochain boom, que s'il achète pendant la phase C de la hausse. Dans ce second cas, il réalisera seulement un bénéfice légèrement supérieur à 25 % ; dans le premier cas un bénéfice dépassant quelque peu 66 % — mais, bien entendu, il éprouvera des appréhensions financières prolongées avant de constater son bénéfice.

(1) Strictement parlant, ce profit ne peut être évalué en pourcentage de fonds investis (bien qu'il soit commode de raisonner sur cette base) car l'opérateur n'aura pas investi de fonds, à proprement parler. Un tel profit n'est effectivement mesurable qu'en termes de pourcentage de dépréciation des titres vendus à découvert.

Néanmoins, les opérateurs à découvert doivent se garder d'acheter trop tôt (par exemple au cours de la phase *b*) s'ils veulent éviter d'être « exécutés » avant que leurs titres ne se soient nettement appréciés, c'est-à-dire avant la phase C de la reprise.

5 L'HEURE OPPORTUNE POUR UN ARBITRAGE GÉNÉRAL

Principes très généraux.

S'il est facile de recommander au lecteur de procéder vers le « creux » et vers le « plafond » à un arbitrage valeurs à revenu fixe contre valeurs à revenu variable, ou vice versa, il est, bien entendu, beaucoup moins aisé de reconnaître en pratique à quel moment ce creux ou ce plafond va être atteint.

Certes, les forces qui provoquent un revirement de la tendance générale des affaires ressortissent à l'analyse économique. Mais c'est la psychologie des foules qui fixe le point de départ effectif du revirement de la tendance boursière : or, il n'existe pas, que je sache, de règles satisfaisantes qui puissent jamais permettre de saisir exactement le rythme d'une telle évolution. En fait, la dépression atteint toujours son point le plus bas à un moment où l'on ne s'attendait pas encore à la reprise.

Il existe néanmoins, si l'on se place à un point de vue tout à fait général, certaines règles sommaires susceptibles de fournir aux placeurs une indication sur l'heure où la marée économique générale a des chances de tourner.

C'est ainsi qu'il existe quatre « signaux » grossiers dont un investisseur aurait peut-être intérêt à attendre l'apparition successive avant d'acquérir des actions en période de fléchissement accentué, à savoir :

1. Abaissement du taux d'escompte (1).

2. Baisse de l'indice des valeurs à revenu variable jusqu'aux alentours du niveau minimum atteint antérieurement.

3. Hausse du taux de capitalisation moyen des valeurs à revenu variable le portant au-delà du taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe de premier ordre (2).

(1) La mise en œuvre des techniques de monnaie dirigée a privé le taux d'escompte d'une grande partie de sa valeur symptomatique (*N. d. T.*).

(2) En périodes d'instabilité monétaire, l'ordre normal de préséance des taux de capitalisation est bouleversé (*N. d. T.*).

4. Amorce de reprise dans une ou deux branches industrielles, même si les affaires ne se sont pas encore redressées dans leur ensemble.

Réciproquement, voici quels sont les indices précurseurs habituels d'une dépression probable, destinée à affecter les affaires et à faire baisser les cours des actions :

1. Hausse de l'indice des valeurs à revenu variable jusqu'au point où le taux de capitalisation de ces valeurs tombe au-dessous de celui des valeurs à revenu fixe ([1]).

2. Hausse du taux d'escompte le portant à un niveau plus élevé que les niveaux des taux de capitalisation des valeurs à revenu variable et des valeurs à revenu fixe.

3. « Aplatissement » de la courbe générale des bénéfices industriels (si l'on est en mesure de la calculer).

Il existe beaucoup d'autres indices précurseurs, mais il faudrait un volume entier pour les discuter sérieusement. On trouvera néanmoins au chapitre XVII des analyses susceptibles de jeter quelque lumière sur cette question de prévision.

Une politique d'opérations « échelonnées ».

Comme, cependant, les analyses économiques les plus approfondies ne fourniront jamais aux placeurs une méthode qui leur permette d'exploiter à coup sûr les maxima et les minima boursiers, une politique de demi-mesures et d' « échelonnement » est sans doute la plus recommandable.

Il est très séduisant d'essayer de tomber juste sur les points de dépression les plus profonds, mais on perd probablement plus d'argent, notamment lorsque l'on opère avec des capitaux empruntés, en s'efforçant de procéder de la sorte, qu'à n'importe quelle autre phase boursière.

C'est pourquoi nous préconisons la méthode d' « échelonnement » définie ci-après, de préférence à la méthode plus sportive consistant à arbitrer d'un seul coup, en totalité, ses valeurs à revenu fixe contre des valeurs à revenu variable :

1. On arbitrera tout d'abord, par exemple, 25 % de ses valeurs à revenu fixe contre des valeurs à revenu variable (en profitant, autant que possible, d'un effondrement temporaire des cours) et ceci *avant* que le grand public ait pris conscience du fait que le redressement des affaires

([1]) Cf. note 2 de la page précédente.

est désormais en marche. (Un tel arbitrage donnera aux opérateurs une chance « sportive » de tomber juste sur le minimum absolu en tirant parti d'une période de panique boursière.)

2. Ultérieurement, lorsque l'on reconnaîtra dans telle ou telle branche industrielle, antérieurement plongée dans le marasme, des signes de reprise, on pourra arbitrer à nouveau 25 % de ses obligations contre des actions — en exploitant, de préférence, une autre réaction intercalaire affectant le marché des valeurs à revenu variable dans son ensemble.

3. Puis, lorsque l'on se sera plus ou moins convaincu de la réalité du revirement de tendance, on procédera à un nouvel arbitrage, toujours dans la proportion de 25 %.

4. Enfin, il y aurait lieu d'arbitrer les derniers 25 % quand on croira qu'il y a des chances pour que le taux d'escompte soit prochainement relevé et pour que la baisse des valeurs à revenu fixe soit en train de s'amorcer.

On pourrait adopter une méthode analogue d'arbitrage valeurs à revenu variable contre valeurs à revenu fixe au cours des phases de prospérité et de boom.

Certes, la méthode d'échelonnement que nous venons de définir exclut la réalisation d'arbitrages sensationnels, justifiés à 100 %, prenant place aux heures des maxima et minima, mais elle sauvegarde bien davantage la tranquillité d'esprit des placeurs : ils sont rares d'ailleurs ceux qui peuvent se vanter de tomber jamais exactement sur les maxima ou les minima en procédant d'un seul coup à un arbitrage intégral.

POLITIQUE A SUIVRE PAR LES PORTEURS DE VALEURS A REVENU FIXE (PLACEMENTS DITS « DE PÈRE DE FAMILLE ») — 6

Introduction.

Bien que, théoriquement, la meilleure méthode de placement à long terme consiste à arbitrer périodiquement les actions contre les obligations, et inversement, la plupart des fidéi-commissaires (tuteurs, curateurs, etc.) sont obligatoirement tenus de placer constamment les capitaux qui leur sont confiés en valeurs à revenu fixe [1]. Beaucoup de sociétés d'assurances et de sociétés de placement estiment également qu'il est nécessaire pour elles d'investir une forte partie de leurs fonds en valeurs à revenu fixe. De nombreux capitalistes, à leur tour, adoptent ce compromis. Par conséquent, il est utile de poser ici une série de règles dont l'observation doit permettre de gérer les capitaux ainsi investis dans les meilleures conditions, même si l'économie nationale, dans son ensemble, est en voie de progrès et si les taux d'intérêt s'élèvent rapidement, ce qui déprime les valeurs à revenu fixe.

Cours des obligations et échéances d'amortissement.

Le premier fait auquel on doive prêter attention, c'est que les cours des obligations, considérées isolément, bien qu'ils puissent osciller dans des limites appréciables, sont dominés, dans une large mesure, par les dates de rachat. Une émission d'obligations constitue, essentiellement, un emprunt. L'offre originaire spécifie, non seulement le taux d'intérêt, mais encore la date à laquelle le prêt sera remboursé et le cours de rachat. Les prêts sont ordinairement remboursés au pair, même lorsqu'ils sont émis au-dessous du pair. Il arrive que les cours de rachat comportent une légère prime de remboursement.

L'influence de la date de rachat sur la fixation du cours des valeurs à revenu fixe se résout, fréquemment, en termes de probabilités qui sont du ressort des actuaires.

[1] Il n'en va plus de même en France où les tuteurs peuvent acquérir des actions de la *Société nationale d'investissement* ou certains titres à revenu indexé.

Certaines obligations sont remboursables par tirages échelonnés sur une série d'années (la date à laquelle s'achève l'amortissement étant fixée d'avance), tandis que, dans d'autres cas, le remboursement doit être effectué à des dates spécifiées pour chaque série de titres. Plus ces dates se rapprochent, ou plus s'accroît la probabilité d'un remboursement à bref délai, et plus le marché répugne à coter un cours qui s'écarterait du cours de rachat.

Si, par exemple, une obligation donne un intérêt (calculé sur le nominal) de 4 1/2 %, alors que le taux d'intérêt courant s'élève à 6 %, le cours normal des titres émis (abstraction faite de l'hypothèse de remboursement) s'établirait à 75. Mais si cet emprunt est destiné à être remboursé au pair dans un délai de trois ans, les financiers auraient intérêt à acheter au cours de 75, afin de s'assurer la différence, qui équivaut à une prime de remboursement, entre le cours nominal et le cours réel. Pour cette raison, les cours monteront progressivement, jusqu'à ce que la cote tienne pleinement compte de l'imminence du remboursement.

Ainsi, lorsque les taux d'intérêt s'élèvent et que, par voie de conséquence, les cours des obligations fléchissent, les émissions dont la date de rachat est rapprochée font preuve d'une stabilité relative. Lorsque la tendance économique et celle des taux d'intérêt s'orientent à la baisse, les valeurs à revenu fixe à échéances de remboursement éloignées tendent à monter ; par contre, les obligations à remboursement rapproché sont moins inclinées à varier.

Arbitrages d'obligations à court terme contre obligations à long terme.

Grâce à cette circonstance, les placeurs qui doivent se cantonner dans les fonds d'État peuvent tirer parti, dans une certaine mesure, des fluctuations économiques pour réaliser quelques profits. La ligne de conduite indiquée pour eux consiste, dès qu'une hausse des taux d'intérêt s'annonce, à vendre les obligations à date de remboursement éloignée et à réinvestir le produit de ces ventes en obligations *à date de remboursement rapprochée.* Ultérieurement, alors que les taux d'intérêt sont toujours élevés, mais dès que la première tension de crédit est surmontée, le place ur devrait procéder à un arbitrage, en acquérant des fonds d'État remboursables à long

terme. En procédant ainsi, il tirerait profit de la plus-value en capital qui surviendra dès que l'activité économique et les taux d'intérêt commenceront à fléchir.

Les fonds d'État à long terme choisis devraient comporter un faible taux nominal d'intérêt (3 % ou 4 %) plutôt qu'un taux élevé (6 % ou 7 %). En effet, si l'on admet que le rachat s'effectuera dans les deux cas aux environs du pair, une rente 3 % à long terme, cotée à 50, assurant un rendement de 6 % (et remboursable à 100), montera bien davantage, si le taux d'intérêt du marché à long terme s'abaisse, par exemple, de 6 % à 4 %, qu'une rente 6 % cotée à 100 et assurant par conséquent également un rendement de 6 % (si elle est elle aussi remboursable à 100). La rente 6 % ne peut monter que de quelques points. La rente 3 % peut s'élever à 75, soit une hausse de 50 %.

Types de valeurs à revenu fixe à long terme, intéressantes à acheter en période d'expansion.

Nous avons admis jusqu'à présent que l'on ne devrait conserver en portefeuille, pendant la période où les affaires ont repris et où le taux de l'intérêt a commencé à monter, que des valeurs à revenu fixe *à court terme.*

Ceci est certainement vrai en ce qui concerne les *fonds d'Etat* de grande classe. Cependant il existe un large champ d'action pour réaliser des plus-values en capital grâce à des opérations d'achats et de ventes portant sur certaines obligations *industrielles.*

Bien qu'il soit acquis que les obligations, dans leur ensemble, fléchissent dès que la situation industrielle s'améliore et que les taux d'intérêts s'élèvent, il advient fréquemment que des obligations déprimées de certaines industries continuent à monter, en dépit de la tendance à la hausse à long terme des taux d'intérêt. Ce phénomène se produit fréquemment dans les industries en voie de rétablissement après une dépression.

Par exemple, lorsque la reprise industrielle s'amorce et lorsque certaines industries commencent à se redresser, les obligations de ces industries déprimées, mais convalescentes, montent ordinairement beaucoup plus vite (au cours de leurs premiers stades de reprise) que ce n'est le cas pour les fonds d'État de premier choix — qui ont sans doute déjà accompli une forte étape de hausse.

On peut également réaliser des bénéfices dans une phase ultérieure, lorsque la situation générale des affaires

est devenue décidément prospère, en arbitrant les obligations des industries qui ont déjà fait leur reprise contre des obligations d'industries qui, jusqu'à une date récente, sont restées déprimées, mais qui donnent également à leur tour des signes de reprise.

Les *obligations convertibles* d'industries en voie d'amélioration sont également avantageuses à acheter. (N. d. T. Il s'agit d'obligations convertibles, sous certaines conditions, contre des actions. Leur émission est autorisée en France depuis quelques années et certaines sociétés ont fait usage de cette faculté.)

Comment déterminer le degré de sécurité des valeurs à revenu fixe.

Lorsque vous vous attachez à déterminer le degré de sécurité relative que présentent, d'une société à l'autre, les obligations et les actions de préférence [1], ne croyez pas que si, par exemple, les charges de priorité de telle société sont couvertes dix fois par les bénéfices et celles de telle autre société trois fois seulement, la première sera *ipso facto* la plus sûre. Nous allons mettre en lumière le danger de ce raisonnement simpliste, en construisant le cas extrême suivant pour une société dont le bénéfice s'élèverait, par exemple, à 1.000.000 £.

Ce tableau montre que l'intérêt des obligations 4 %

Capital de la société	Charges à assurer £	Revenu disponible £	Couverture des charges	Pourcentage des revenus courants nécessaire
5.000.000 en oblig. hyp. 4 %, 1er rang.	200.000	1.000.000	5 fois	0-20 %
4.000.000 en oblig. hyp. 5 %, 2e rang..	200.000	800.000	4 —	20-40 %
1.000.000 en act. préf. 6 %, 1er rang....	60.000	600.000	10 —	40-46 %
100.000 en act. préf. 6 % ordinaires....	6.000	540.000	90 —	46-46,6 %
10.000.000 act. ord...		534.000		

est couvert cinq fois, tandis que le dividende des actions de préférence ordinaires 6 % l'est quatre-vingt-dix fois. Cependant il est évident que l'obligation 4 % est beaucoup mieux garantie que l'action de préférence 6 %. En effet les porteurs d'obligations continueront à toucher leurs

(1) Actions à revenu fixe, très répandues dans les pays anglo-saxons (*N. d. T.*).

intérêts tant que le revenu net de la société atteindra 20 % de son montant actuel. Au contraire, pour que les porteurs d'actions de préférence ordinaires perçoivent leur dû, il est nécessaire que le revenu net de la société ne soit pas inférieur à 46 1/2 % du revenu actuel. La colonne de droite du tableau met nettement en lumière cet état de choses. La méthode des « pourcentages de priorité » constitue donc la seule méthode sûre pour déterminer le degré de sécurité relatif à la formule « couvert tant de fois par les bénéfices nets ».

Importance du facteur taux d'intérêt.

Le taux d'intérêt à long terme constitue, nous l'avons déjà dit, un facteur dont le rôle est primordial en matière de placements, car il s'agit là d'un facteur « externe » qui influe sur le niveau de *toutes* les valeurs.

Si le taux d'intérêt à long terme tombe de 6 % à 3 %, les cours de tous les titres tendent à doubler, toutes choses égales d'ailleurs.

Par taux d'intérêt, nous entendons le taux des prêts d'« argent ».

Le premier point à noter, c'est que le taux d'intérêt représente le prix payé pour « louer » de l'argent et non (comme l'ont soutenu de nombreux économistes) pour louer des marchandises, ceci en dépit du fait que des marchandises peuvent, bien entendu, être acquises avec les fonds empruntés. En fait, le taux d'intérêt n'est pas autre chose que le prix payé au prêteur pour l'utilisation du pouvoir d'achat monétaire emprunté.

Taux d'intérêt pur et prime additionnelle de risque.

Chaque taux donné, pratiqué sur le *marché*, se décompose en deux éléments :

1. Le taux d'intérêt pur.
2. Une prime additionnelle de risque, calculée en raison de l'opinion que se fait le prêteur de la solvabilité de l'emprunteur.

Cet élément de risque détermine en partie le taux du *marché*, sur la base duquel un capitaliste consent, en pratique, un prêt à un emprunteur.

Cependant le taux d'intérêt est déterminé par les forces de l'offre et de la demande. Il importe donc d'analyser les différents éléments constitutifs de chacun de ces deux facteurs.

La demande pour les capitaux de prêt.

Généralement parlant, il existe pour les capitaux de prêt trois catégories distinctes de demandes :

(i) Demandes provenant d'emprunteurs en quête de profits, c'est-à-dire d'hommes d'affaires.

(ii) Demandes provenant d'emprunteurs ne visant pas des fins lucratives, c'est-à-dire de gouvernements et de municipalités — pour des travaux publics, des secours de chômage, des dépenses d'armement, etc.

(iii) Demandes pour cause de force majeure, telles que celles qui se manifestent au cours d'une crise financière.

En ce qui concerne la demande de prêts en vue de réaliser des profits : au fur et à mesure que les affaires s'améliorent et que les chances de profits augmentent, les demandes portant sur les capitaux nécessaires pour tirer parti de ces chances se développent parallèlement, comme il est naturel. Le taux des bénéfices escomptés constitue, en fait, le principal facteur déterminant « normal » du taux d'intérêt courant à long terme en vigueur sur le marché.

Cependant les gouvernements et les municipalités peuvent faire diverger le taux basé sur les prévisions de bénéfices et le taux effectivement pratiqué, si ces emprunteurs publics absorbent des capitaux pour des emplois non bénéficiaires, tels que dépenses d'armement, travaux publics, etc.

En troisième lieu, lorsque l'on entre dans une phase où les nerfs commencent à être ébranlés (si bien que peu de personnes sont encore disposées à consentir des prêts) et lorsque la vitesse de circulation de l'argent se ralentit, si bien que les entreprises ne récupèrent plus leurs recettes aussi rapidement qu'elles l'avaient prévu à l'origine, on voit se développer des demandes d'emprunts « pour cause de force majeure » dont le produit est destiné à couvrir les engagements en cours. Ceci a pour effet d'accroître temporairement le volume des demandes d'emprunts et le coût des emprunts, en dépit du fléchissement des pourcentages de bénéfices escomptés (1).

(1) Toutefois les autorités financières contemporaines neutralisent fréquemment plus ou moins, en vue de maintenir ou de rétablir le plein emploi, les facteurs de hausse des taux (politique du crédit dirigé).

Demandes de capitaux provenant d'emprunteurs étrangers.

Bien que la demande nationale constitue, dans la plupart des pays, le facteur déterminant, des influences étrangères peuvent néanmoins jouer un rôle considérable, que les fonds prêtés à l'extérieur soient destinés à des fins lucratives ou à des fins non lucratives.

Si, par exemple, le taux de l'intérêt est beaucoup plus élevé en Angleterre qu'aux États-Unis, les financiers anglais seront inclinés à emprunter sur le marché américain des fonds qu'ils repprêteront en Angleterre, avec ce résultat que cette demande d'origine étrangère majorera les taux d'intérêt américains, tandis que les taux anglais s'abaisseront.

Les influences étrangères sont particulièrement aptes à réagir sur les taux d'intérêt nationaux lorsque les changes extérieurs sont fixés rigidement, comme c'était le cas sous le régime révolu de l'étalon-or. De nos jours, elles se sont considérablement affaiblies dans les pays où subsiste un contrôle des changes.

Taux à court terme et taux à long terme.

La demande de capitaux peut porter ou bien sur des prêts à court terme ou bien sur des prêts à long terme ; il en va de même de l'offre.

Au cours des phases de ralentissement, les taux à court terme sont généralement inférieurs aux taux à long terme :

(*a*) Parce que les pourcentages de couverture des banques d'émission sont normalement détendus au cours de ces périodes ;

(*b*) Parce que la demande d'origine commerciale et spéculative pour les capitaux de prêt est faible, en raison de la contraction des échanges, du bas niveau des prix et de la retraite des spéculateurs.

Par ailleurs, et pour des raisons opposées, le taux à court terme dépasse normalement le taux à long terme pendant les phases de prospérité, sauf action en sens contraire des pouvoirs publics.

Le taux à court terme et le taux à long terme constituent deux entités essentiellement distinctes et différentes cependant ils réagissent, cela va de soi, dans une certaine mesure l'un sur l'autre, en vertu de la « loi de substitution » si, en effet, le taux à court terme est beaucoup plus élevé que le taux à long terme, les intéressés préféreront emprunter à long terme — et vice versa.

Mais la demande de capitaux n'est pas le seul facteur qui agisse sur le loyer de l'argent. Il y a également lieu de tenir compte de l'offre.

L'offre en capitaux de prêt.

L'offre de capitaux provient de trois sources distinctes :

(i) Épargnes proprement dites du public.

(ii) Prêts bancaires.

(iii) Capitaux étrangers.

Cependant il est important de noter que les capitaux offerts peuvent être classés en deux catégories distinctes :

(*a*) Épargnes proprement dites, prélevées par le public sur ses revenus ;

(*b*) Capitaux prêtés, créés artificiellement par les banques.

Certains économistes et certains banquiers contestent, il est vrai, que les banques soient en mesure de créer de la monnaie de virement. Nous estimons qu'ils font erreur (1).

La monnaie moderne est constituée, à raison de 80 %, par de la monnaie bancaire, nous voulons dire par des écritures passées sur les carnets de banque des clients et sur les grands livres des banques. Ces crédits circulent de compte en compte et jouent le rôle d'une monnaie, transférable, bien entendu, par chèques.

Toute banque moderne peut créer de la monnaie. En fait, les banques modernes ont usurpé les prérogatives régaliennes de l'État, à savoir le pouvoir de battre monnaie ou de créer de la monnaie acceptée couramment.

Contestant cette théorie, certaines personnes affirment, en premier lieu, que le public n'est pas assez ignorant pour utiliser en guise de monnaie une écriture comptable créée par le caprice d'un simple banquier. Elles soutiennent, en deuxième lieu, qu'une banque ne prête jamais de fonds qu'elle n'ait pas reçus au préalable. Par conséquent, une banque ne « créerait » jamais de monnaie.

Cependant, lorsqu'une banque prête à un client un dépôt qui est toujours susceptible d'être dépensé par un autre client (le déposant), il existe simultanément deux dépôts susceptibles d'être dépensés et la banque a donc bien « créé » de la monnaie, même si le banquier n'a pas effectivement prêté davantage de fonds qu'il n'en a reçu.

(1) Cf. sur ce point *L'Économique* par P. Samuelson, tome I. Armand Colin, Paris, 2e éd., 1957.

C'est là ce que l'on pourrait appeler le « tour de passe-passe » bancaire.

En fait, les banques peuvent, en prêtant des fonds au public ou en lui achetant des titres, créer de la monnaie de crédit bancaire, qui possède un pouvoir d'achat et qui circule comme les autres monnaies.

Cependant la mesure dans laquelle des prêts ou investissements de cette nature sont réalisables varie en fonction des pourcentages de liquidité bancaire. Si les banques disposent de réserves de crédit pléthoriques, elles seront portées à se disputer les occasions de prêt et d'investissement et il en résultera que l'offre des capitaux de prêt ainsi artificiellement créés tendra à ramener le loyer de l'argent au-dessous du niveau où il se serait tenu en d'autres circonstances (par exemple, si les épargnes proprement dites, accumulées par le public qui les prélève sur ses revenus, avaient constitué la seule source des capitaux de prêt).

Influences gouvernementales.

Un trait particulièrement curieux du système monétaire moderne consiste dans le fait que, si un gouvernement emprunte à la banque d'émission et verse le montant de cet emprunt à des entrepreneurs de travaux publics ou à d'autres particuliers qui déposent ces rentrées dans les établissements de crédit, une telle opération a pour effet d'accroître les réserves entretenues à la banque centrale par ces établissements, si bien que ceux-ci sont à leur tour en mesure d'édifier sur ces « réserves » des prêts supplémentaires.

Un gouvernement peut donc, en empruntant à la banque d'émission (au lieu d'émettre un emprunt public), faire entrer en action des forces monétaires qui tendent à abaisser le loyer de l'argent (car l'offre de monnaie bancaire susceptible d'être créée est accrue par le processus de gonflement des réserves que nous venons de décrire), ceci en dépit du fait que la demande de capitaux a augmenté du chef de l'État.

Ainsi les besoins d'emprunt de l'État, s'ils sont satisfaits par la banque d'émission (et non par le public ou par les établissements de crédit), tendent, non à relever le loyer de l'argent, mais bien à l'abaisser. Curieuse anomalie du système monétaire moderne!

Influence de la politique des banques sur le loyer de l'argent.

La propriété inhérente au système bancaire de pouvoir tirer du néant des fonds susceptibles d'être prêtés a pour résultat net dans certains cas (en dépit de l'augmentation du pourcentage des profits industriels et en dépit de la tendance qu'ont les demandes de capitaux à dépasser le montant des épargnes proprement dites du public) que la pléthore des ressources bancaires liquides peut maintenir le loyer de l'argent (à court terme et à long terme) à un niveau anormalement bas, malgré l'amélioration précitée des profits industriels.

Réciproquement, il peut advenir (notamment pendant une phase de contraction des affaires, alors que les prêts bancaires se resserrent en raison de la tension des pourcentages de liquidité) que les banques, en révoquant leurs prêts à court terme et en réalisant leurs placements à long terme (ce qui équivaut à une demande nouvelle visant les épargnes proprement dites du public), provoquent une hausse rapide du loyer de l'argent, même si le taux des profits industriels, loin de croître, fléchit [1].

On voit donc que les oscillations de l'offre de prêts artificiellement créés par les banques (en liaison avec les oscillations des pourcentages de liquidité bancaire) peuvent écarter le loyer de l'argent très loin du niveau auquel il se tiendrait s'il ne fallait pas compter avec l'expansion et la contraction alternatives de l'élément que nous désignons par l'expression : offre de monnaie bancaire susceptible d'être « artificiellement » créée (ou annulée).

Évolution des taux d'intérêt.

Nous venons de discuter l'influence sur le loyer de l'argent des « offres de capitaux de prêt artificiels ». Il nous reste à considérer les influences successives que la situation des affaires exerce normalement sur les taux d'intérêt à long terme.

Pendant les premières phases d'une reprise, c'est-à-dire avant que les usines travaillent pour la plupart à pleine capacité, la demande de prêts à long terme destinés à

(1) Cependant le phénomène ne peut guère se manifester lorsque les gouvernements appliquent une politique d'intérêt dirigé et d'argent à bon marché.

réaliser des fins d'expansion reste faible et elle tend à s'accroître moins rapidement que les épargnes proprement dites, celles-ci grossissant en même temps qu'augmentent les revenus du public.

Cependant, quand la reprise des affaires a accompli des progrès suffisants pour que la capacité de production de la plupart des entreprises soit assez complètement utilisée, la nécessité d'agrandir les installations provoque une demande de crédits à long terme.

Cette demande supplémentaire de crédits à long terme tend à faire monter, plus ou moins rapidement, le taux de l'intérêt à long terme. Cette tendance est particulièrement accusée dans les cas où le taux de l'intérêt à *court* terme s'élève lui-même simultanément, sous l'influence de la hausse des cours des produits, de l'accroissement du volume des transactions et de l'intensification de l'activité spéculative, ces phénomènes ayant pour effet de mettre toujours davantage à contribution les ressources de crédit et d'affaiblir les coefficients de liquidité bancaire.

En fait, c'est au moment où, sous l'influence des programmes d'expansion, les industries productrices de biens instrumentaux commencent à revivre, avec quelque retard, que le taux d'intérêt à long terme se met, normalement, à monter dans la plus forte proportion.

Ce taux tend à se maintenir à un niveau élevé, non seulement pendant la période d'expansion, mais encore pendant un certain temps après qu'elle a pris fin : en effet, même après que le ralentissement s'est amorcé, le taux tend à plafonner, en raison de l'afflux des demandes de crédits de « détresse » et aussi en raison de l'élément du risque supplémentaire considérable qui vient s'incorporer au taux du marché en se superposant aux taux d'intérêt « pur ».

Cependant, si les affaires vont se ralentissant de plus en plus et si le désir de construire de nouvelles usines ou de nouveaux logements disparaît, la demande de crédits à long terme tend elle-même finalement à diminuer. La demande de crédits à court terme diminue également parce que la spéculation cesse d'intervenir, dans la mesure où les cours des produits baissent et où le volume des échanges se contracte.

Ainsi la demande de crédits, tant à court terme qu'à long terme, fléchit avec un décalage et cette circonstance

réagit sur les taux à court terme et à long terme, même si l'offre en capitaux à long terme disponibles diminue, elle aussi, comme il est vraisemblable (mais sur un rythme moins rapide que la demande).

De plus, si, sous l'influence du ralentissement, les ventes, les prix et les rémunérations fléchissent, le public a besoin d'une quantité de moins en moins forte de monnaie légale pour les règlements, les dépenses personnelles et les encaisses. La monnaie reflue donc de plus en plus vers les banques et les pourcentages de liquidité s'améliorent du même coup.

Aussi les banques (qui sont des entreprises à but lucratif), ne pouvant trouver pour leurs disponibilités de débouchés *commerciaux* importants, cherchent à investir leurs excédents de ressources en fonds d'État bien garantis, ce qui se traduit par une hausse des cours de ces valeurs et, du même coup, par une pression sur les taux d'intérêt à long terme.

Certes, les cours des fonds d'État peuvent tenir compte, en période de dépression, d'un certain élément de risque superposé au taux d'intérêt « pur » (en raison du fait que les recettes fiscales fléchissent, normalement, sous l'effet de l'anémie des affaires) ; cependant, comme il est alors difficile de découvrir des placements industriels sûrs dans des entreprises dont les bénéfices ne tendent pas à diminuer, les fonds d'État restent, même en cas de déséquilibre budgétaire, particulièrement recherchés, en dépit des risques qu'ils comportent.

En fait, à moins que le crédit public ne vienne à être gravement compromis, la hausse des fonds d'État doit se poursuivre, tout au moins jusqu'au jour où la reprise des affaires et la demande connexe de capitaux pour l'industrie auront une fois de plus provoqué une hausse du taux d'intérêt à long terme.

Ajoutons cependant que, au moment où la reprise des affaires se dessine et où l'équilibre budgétaire s'améliore de plus en plus, la hausse des fonds d'État se poursuit pendant un certain temps (parce que le facteur « risque de crédit public » s'atténue), même si l'évolution des bénéfices industriels est simultanément orientée à la hausse — alors que ce dernier facteur devrait, toutes choses égales d'ailleurs, provoquer une baisse des fonds d'État, *si* un élément de risque *n'avait pas* existé antérieurement.

Taux d'intérêt en période d'inflation.

Comme on l'a déjà dit, le taux d'intérêt pratiqué sur le marché représente le loyer de l'argent proprement dit.

Cependant, s'il se produit une inflation des prix, la valeur réelle de l'argent proprement dit va se déprécier, puisque son pouvoir d'achat, appliqué aux marchandises, va diminuer. Aussi les prêteurs, s'ils sont sensés, vont-ils réclamer pour l'usage de leurs capitaux un loyer supplémentaire élevé, afin de compenser la dépréciation « réelle » qui a des chances d'affecter, pendant la durée du prêt, le pouvoir d'achat de la monnaie proprement dite. En fait, les capitalistes avisés s'efforceront de se tenir à l'écart du marché de l'argent et d'investir les ressources dont ils disposent en valeurs à revenu variable, en produits et en devises étrangères (1), c'est-à-dire en biens dont la valeur monétaire est destinée à *s'apprécier* dans la mesure où l'inflation se développera.

Par suite, l'offre de crédits sur le marché à long terme a des chances de diminuer en période d'inflation.

En même temps, la demande de crédits va augmenter rapidement car, pendant une période d'inflation des prix, il est extrêmement avantageux d'être en position de débiteur de monnaie et de spéculer avec des fonds empruntés sur des valeurs, des produits et des devises.

Aussi les taux d'intérêt tendent-ils, en période d'inflation, à monter à des niveaux particulièrement élevés. C'est ainsi qu'en Allemagne les taux d'intérêt à court terme ont momentanément atteint 108 %, en 1923.

Inversement, des forces opposées sont à l'œuvre en période de déflation des prix et les taux d'intérêt tendent à devenir anormalement bas — tout au moins jusqu'au jour où la déflation elle-même aboutit à une crise bancaire ou à une crise du crédit public : alors les taux d'intérêt montent ordinairement en flèche, cette « hausse de détresse » reflétant un risque anormal.

Moralité : en période d'inflation, fuyez les valeurs à revenu fixe. Soyez plutôt emprunteur que prêteur.

Effet normal d'une modification du taux de l'escompte.

Si elle est communément prévue, une modification du taux de l'escompte peut n'exercer qu'une faible influence sur les cours tant des actions que des obligations. Cependant une modification soudaine *inattendue* (par exemple,

(1) Ou encore, en France, en titres indexés (*N. d. T.*).

un relèvement) fait souvent fléchir momentanément les cours des actions et des obligations. Mais si un tel relèvement intervient pendant la période d'expansion, les cours des actions se redressent généralement par la suite, alors que les cours des obligations continuent, en harmonie avec la hausse générale des taux d'intérêt, à rester déprimés à leur niveau abaissé.

Théoriquement, une variation des taux d'intérêt doit tendre à affecter simultanément et dans la même mesure les cours de tous les titres ; mais d'autres facteurs de nature différente peuvent amener ultérieurement les cours des actions à réagir en hausse (ou en baisse), alors qu'il n'existe pas, en ce qui concerne les obligations, de facteurs susceptibles de provoquer des réactions analogues.

8 ÉVOLUTION DES BRANCHES INDUSTRIELLES CONSIDÉRÉES ISOLÉMENT

Les industries ont leurs évolutions propres.

Bien que la plupart des industries passent par des périodes d'expansion et de ralentissement simultanées et bien que l'on puisse réaliser des profits importants en effectuant à l'heure favorable un arbitrage d'actions contre obligations, et vice versa, au moment des phases de transition, il est également possible de réaliser des gains supplémentaires en étudiant séparément la marche des différentes branches industrielles.

L'histoire démontre que, dans le passé, il s'est rencontré rarement une seule année au cours de laquelle les profits d'une industrie n'aient pas atteint leur maximum, alors que les profits de telle autre branche étaient à leur minimum. En 1922, par exemple, alors que la plupart des industries anglaises étaient frappées par la dépression, l'industrie britannique de la soie artificielle a connu une ère de prospérité considérable.

En raison de ces circonstances, il importe d'étudier séparément les mérites propres des différentes industries

Pourquoi certaines industries ne suivent pas la tendance générale.

Les raisons pour lesquelles les branches industrielles ne progressent ni ne déclinent pas toutes simultanément sont :

(*a*) Ou bien : les commandes de l'État ; les changements de modes ; la saturation de la demande ; la concurrence heureuse de quelque nouvelle industrie rivale.

Ou bien, plus probablement :

(*b*) Les fluctuations particulières de l'offre provenant des modifications de l'outillage et des variations du volume de production qu'elles entraînent.

Dans certaines branches, le facteur offre varie fréquemment davantage que le facteur demande, notamment dans les périodes d'expansion : il est donc particulièrement important de le surveiller.

Évolution normale d'une industrie donnee.

La succession habituelle des événements dans une industrie, considérée séparément, est la suivante :

1. Prospérité et gros profits.
2. Afflux considérable de capitaux frais.
3. Accroissement de l'offre, dès que la période de mise en route du nouvel outillage a pris fin.
4. Concurrence et guerre de prix ; et simultanément...
5. Saturation graduelle de la demande.
6. En conséquence, surproduction et réduction, sous la pression de la concurrence, des prix de vente jusqu'à la limite des prix de revient.
7. Période de stagnation, au cours de laquelle :
8. Les prix de revient sont progressivement comprimés, cependant que, simultanémeht, les usines des sociétés les plus faibles sont fermées.
9. Les produits acquis par les consommateurs s'usent peu à peu, ce qui aboutit :
10. A une reprise de la demande.
11. Renouveau de prospérité.

C'est ainsi que les périodes de bénéfices élevés conduisent finalement aux périodes de bénéfices médiocres (1) ; l'accroissement de l'offre est ordinairement la cause principale de ces changements.

Comme, cependant, ces phénomènes affectent les différentes branches dans des mesures différentes et à des périodes différentes, la prospérité ne favorise pas toujours simultanément toutes les industries ; par suite, les cours de leurs actions évoluent différemment. C'est pourquoi le placeur doit surveiller séparément chaque industrie et, si l'une d'entre elles donne des signes marqués de dépression, alors que telle autre donne des signes marqués de reprise, il lui appartiendra d'arbitrer ses capitaux en conséquence. Il n'est pas recommandable, en règle générale, de conserver les mêmes valeurs à revenu variable tout au long d'une période d'expansion.

A l'appendice A, on trouvera des règles détaillées pour prévoir les bénéfices des branches industrielles, considérées séparément. Nous n'avons pas abordé cette matière à cette place, afin de ne pas interrompre le cours de notre exposé.

(1) Une dépression survenant rapidement après un boom est beaucoup plus probable qu'une reprise rapide après une dépression — argument en faveur de la position de baissier à long terme durant les périodes d'activité fiévreuse de tel ou tel compartiment.

9

COMMENT CHOISIR LES VALEURS EN VUE DE TIRER PARTI DES FLUCTUATIONS DES AFFAIRES

Facteurs à considérer.

Supposons que l'on soit entré dans une période d'expansion. Il est alors utile de classer par catégories celles des industries et des sociétés sur lesquelles seront vraisemblablement réalisées, au cours de cette période, les plus-values boursières les plus importantes.

Pendant la période d'expansion, lorsque les cours des produits montent normalement, différentes influences sont à l'œuvre qui affectent à des degrés divers les différentes branches industrielles. Il convient donc d'analyser ces influences et de rechercher dans quelle mesure elles sont appelées à réagir sur les bénéfices de ces différentes branches.

On peut répartir sommairement entre quatre groupes principaux les facteurs à considérer :

(i) Facteurs susceptibles d'agir sur la demande.

(ii) Facteurs susceptibles d'agir sur les prix de revient.

(iii) Facteurs propres à une société donnée.

(iv) Influence d'ordre politique.

Bien qu'une société donnée puisse être soumise à des influences combinées, il est recommandable d'analyser séparément les phénomènes observés afin de mettre en relief l'importance qu'il convient d'attribuer à chacun des facteurs à considérer.

Comment la reprise se déroule.

En premier lieu, les industries n'entrent pas toutes simultanément dans la phase d'expansion. Les industries produisant, soit des biens instrumentaux, soit des articles de super-luxe, ne s'ébranlent fréquemment qu'avec un certain retard.

Par ailleurs, les industries produisant des marchandises de consommation, et notamment celles en faveur desquelles s'est accumulée une forte demande de remplacement différé, tendent à se redresser les premières.

Cependant les cours des actions n'évoluent pas toujours

en parallélisme rigoureux avec les bénéfices industriels. Néanmoins, les titres de celles des sociétés industrielles dont les bénéfices se rétablissent par priorité tendent incontestablement à remonter également les premiers. Pourtant il peut advenir à l'occasion que des actions d'affaires à reprise retardée se redressent prématurément si les cours de ces titres avaient été ramenés antérieurement à des niveaux anormalement bas.

Valeurs à faibles oscillations.

L'amplitude des fluctuations est plus ou moins forte, selon les branches d'affaires.

Les branches dont les oscillations sont, normalement, les moins accentuées sont celles qui produisent des articles et services de nécessité et de semi-nécessité tels que produits alimentaires, transport de voyageurs, spectacles cinématographiques, produits pharmaceutiques.

Industries dites représentatives.

Les branches à oscillations moyennes comprennent les industries que l'on pourrait appeler « représentatives », nous voulons dire celles dont le chiffre d'affaires varie en relation plus ou moins étroite avec l'évolution générale des affaires, par exemple : industries du jute (emballages), du papier, des produits chimiques, sociétés de câbles et télégraphes, chemins de fer, sociétés de navigation, journaux (dont le revenu est fonction des recettes de publicité).

Comme les bénéfices des sociétés de cette catégorie oscillent, *grosso modo*, en parallélisme avec le volume général des affaires, il convient d'établir une distinction entre elles et les sociétés plus stables par nature, telles que celles qui produisent des denrées alimentaires ou qui exploitent des services publics (eau, gaz, électricité) [1].

Certes, ces dernières voient également leur situation s'améliorer légèrement en cas de reprise générale des affaires, mais leurs titres ont à un bien moindre degré que ceux des industries vraiment « représentatives » le caractère de « valeurs à récupération ».

Les trois groupes à oscillations violentes.

Voici les trois principaux groupes d'industries dont les fluctuations sont les plus fortes et sur lesquelles les pla-

[1] Dans les pays ou les cas où ces sociétés ne sont pas nationalisées (*N. d. T.*).

ceurs peuvent réaliser le maximum de bénéfices (ou essuyer le maximum de pertes) :

(i) Industries de matières premières.

(ii) Industries d'équipement, y compris industrie mécanique.

(iii) Industries de luxe.

Industries de matières premières.

Les industries de matières premières présentent certaines caractéristiques intéressantes. Il arrive parfois que les prix de leurs produits se redressent très prématurément, même si la demande de matières premières destinées à des fins de « consommation » réelle n'a pas encore fortement augmenté. Cas évidemment curieux puisqu'il y a hausse rapide des cours *sans* augmentation de la consommation effective.

On peut habituellement expliquer ce phénomène par trois causes.

En premier lieu, c'est précisément au moment où le ralentissement des affaires tire à sa fin et où la plupart des entreprises productrices de matières premières ont été successivement mises en difficultés que les dirigeants de ces entreprises se concertent ordinairement et mettent en œuvre un plan tendant à limiter l'offre de leurs produits.

En second lieu, il se manifeste, en prévision du programme de restriction annoncé et de la hausse des cours qui doit en résulter, une demande spéculative pour les matières premières qui se traduit par un redressement vigoureux de leurs prix.

Si enfin, en troisième lieu, les détaillants, reprenant confiance, décident de regarnir leurs stocks, ils passent davantage de commandes aux producteurs, ce qui déclenche rapidement un gros « déplacement » commercial ou, en d'autres termes, ce qui fait disparaître les stocks de matières premières qui figuraient antérieurement dans les statistiques publiées.

La position statistique « visible » des matières se trouve donc ainsi améliorée, bien que la consommation réelle effective, définitive, ait à peine encore varié.

Le résultat net de ces trois facteurs, c'est que les prix de vente des matières premières tendent à dépasser leurs prix de revient, en sorte que les producteurs parviennent à réaliser un léger bénéfice.

Ultérieurement, cependant, un temps d'arrêt prolongé intervient normalement jusqu'au moment où l'accentua-

tion de la reprise a suffisamment développé la demande pour que les plans de restriction éventuels soient progressivement abandonnés. Quand alors se manifeste une disette effective de matières premières, provoquée par l'expansion de la demande, un nouvel et vigoureux mouvement de hausse des prix se déclenche.

Bien entendu, les différents produits ne bénéficient pas tous simultanément de ces poussées de hausse. C'est pourquoi les indices des matières premières tendent à n'enregistrer, dans leur ensemble, qu'une hausse continue et progressive.

Certains groupes, néanmoins, sont entraînés par des élans massifs — durant, par exemple, dix-huit mois. Après quoi, ils restent généralement en sommeil pendant, par exemple, un an.

L'art de saisir à leurs débuts ces mouvements intermittents constitue l'un des objets des méthodes rationnelles de placements.

Les industries d'équipement.

Considérons maintenant les industries d'équipement. Lorsque les usines existantes ne sont pas utilisées à pleine capacité, les besoins d'outillages neufs, destinés à des fins d'extension, sont faibles. La demande en matériel de remplacement, elle aussi, est généralement retardée jusqu'au moment où les trésoreries se sont fortifiées et où les prix des machines ont baissé.

Si, par exemple, la demande normale de remplacement pour les machines s'élève à 10 % de tous les outillages existants, cette demande sera probablement inhibée pendant une récession, si bien que la construction mécanique effective pourra tomber, en période de dépression prolongée, à 1/5 de la production normale.

Mais en période de reprise des affaires, lorsque l'expansion se dessinera, non seulement la demande de remplacement retardée va entrer en jeu, mais encore il y a des chances pour que s'y superpose une demande additionnelle (par exemple également à raison de 10 %) pour des matériels destinés à des fins d'extension. Il résulte de cette circonstance que la demande normale peut doubler pendant les booms, tandis qu'elle peut se contracter des 4/5 pendant les crises.

La différence d'activité des industries d'équipement peut donc atteindre 1.000 % entre une année de récession

et une année de boom (1). Telle est la raison qui explique les fluctuations excessives d'activité que l'on observe dans les industries de construction mécanique entre une période de prospérité générale et une période de dépression générale.

Les industries du bâtiment.

Cependant il existe, en dehors de la construction mécanique, une autre branche industrielle produisant des biens instrumentaux, à savoir le groupe des industries du bâtiment.

Pour que ce groupe puisse prospérer, il faut que le public dispose de revenus suffisamment élevés pour lui permettre de payer les loyers exigés par les « constructeurs-spéculateurs » qui financent leurs opérations au moyen de capitaux empruntés. Il faut donc que le taux des loyers en vigueur (rendement net des capitaux investis dans les bâtiments) se tienne au-dessus du taux de l'intérêt à long terme. Il peut y avoir, par exemple, « disette » de logements au point de vue « social », sans que les revenus du public lui permettent d'acquitter les loyers exigés dans les maisons neuves et sans qu'il soit, par conséquent, possible de transformer sur une grande échelle la demande « sociale » en demande « effective » (2).

Trois facteurs sont susceptibles de remédier à cet état de choses en assurant des profits aux constructeurs et en stimulant du même coup l'industrie du bâtiment, à savoir :

1. Baisse des coûts de construction.
2. Baisse des taux d'intérêt (à long terme).
3. Enrichissement graduel de la population, par suite

(1) Et même plus. Admettons en effet que la demande de remplacement normale 100 tombe en moyenne à 20 pendant 3 ans successifs. La demande de remplacement retardée s'élèvera donc à $80 \times 3 = 240$. Vienne une année de prospérité, pour laquelle la demande de remplacement normale atteint également 100. La demande de remplacement totale atteindra donc $240 + 100 = 340$. Si à cette demande de remplacement vient s'ajouter une demande d'expansion 100, la demande globale s'établira à $340 + 100 = 440$. On passera donc *théoriquement* de 20 à 440, soit une différence de 2. 200 %. Nous disons théoriquement, car les limites de capacité de production des industries mécaniques et les possibilités de trésorerie de leurs clients imposeraient évidemment un échelonnement des commandes dans le temps (*N. d. T.*).

(2) En France, l'État finance la demande « sociale » sans se préoccuper des taux anormalement bas des loyers. Les « constructeurs-spéculateurs » bâtissent pour la vente, et non pour la location.

de la reprise progressive des autres branches d'activité industrielle.

Considérons séparément ces trois facteurs :

1. Il est exceptionnel que les prix de revient des constructions fléchissent appréciablement en période d'expansion.

2. Les taux d'intérêt restent habituellement bas pendant les premières années de reprise ; mais les capitaux « nominalement » bon marché ne sont pas toujours en pratique mis « bon marché » à la disposition des constructeurs. Il est très souvent nécessaire que les gouvernements garantissent les prêts consentis aux constructeurs afin de rendre plus « effectif » le bon marché théorique de l'argent.

3. A défaut d'intervention de l'État, la reprise de l'industrie du bâtiment est plus que fréquemment retardée jusqu'au jour où les industries fabriquant des objets de consommation se sont assez fortement redressées pour que, les industries de construction mécanique ayant ressuscité à leur tour, les revenus améliorés du public lui permettent de payer, sur une très large échelle, les loyers exigés par les constructeurs-spéculateurs. Ce décalage se vérifie même dans les cas où les taux d'intérêt « effectifs » sont bas.

Néanmoins, les valeurs des industries du bâtiment peuvent, bien entendu, monter en prévision du retour à la prospérité.

Les industries de luxe.

En ce qui concerne les industries de luxe, on doit établir une distinction entre les produits de luxe fournis à des classes de consommateurs jouissant de revenus virtuellement fixes et les produits de luxe fournis à des classes dont les revenus sont principalement constitués par des bénéfices. Par exemple, les sociétés productrices de bière bon marché, d'apéritifs populaires et les affaires de salles de cinéma peuvent prospérer même au cours des dépressions générales, car leurs clients disposent pour la plupart (c'est du moins le cas en Angleterre, sinon aux États-Unis) de revenus monétaires à peu près fixes et deviennent « plus riches en pouvoir d'achat » dans la mesure même où les prix de détail fléchissent.

Les produits de luxe destinés à des classes relativement plus aisées rentrent dans une catégorie différente. Leur écoulement dépend principalement des facultés de

dépense supplémentaire dont disposent les milieux réalisant des profits. Il y a donc lieu de s'attendre, en période de ralentissement, à ce que les sociétés fabriquant des produits de luxe voient leurs recettes lourdement fléchir. En période de boom, au contraire, elles sont appelées à prospérer anormalement.

Si donc un creux économique paraît, à un moment donné, avoir été atteint, il existe alors des motifs sérieux pour acquérir des actions de matières premières, d'industries d'équipement et d'entreprises de luxe. Certes, de tels achats reposent sur le raisonnement économique et sur la confiance dans l'avenir. Mais comme aucune dépression, jusqu'à ce jour, n'a jamais revêtu de caractère permanent dans les pays sainement gouvernés, on est en droit de compter qu'une reprise doit finalement se produire, sans aucun doute (1) (bien qu'il soit impossible de prédire avec une précision absolue à quelle date cette reprise s'étendra à telle ou telle branche industrielle).

Industries à demandes de remplacement différé.

En dehors des trois grandes branches à oscillations de grande amplitude (matières premières, équipement, produits de luxe), il existe un autre groupe important, à caractéristiques similaires, dont les titres permettent communément de réaliser de gros profits pendant les premiers stades d'une reprise : nous voulons parler des « industries à demandes de remplacement différé ».

Alors qu'au lendemain d'une dépression il n'existe pas de demande de remplacement différé pour les services ferroviaires, les services téléphoniques, le pétrole, la bière, etc., il existe au contraire, incontestablement, une telle demande pour les automobiles (et notamment les camions automobiles), l'équipement ferroviaire ou téléphonique, les produits de peinture, les vêtements, etc.

Considérons, par exemple, les produits de peinture. Si la consommation est tombée temporairement à 30 % de la normale, elle peut fort bien, après le retour à la prospérité, non seulement rejoindre son niveau normal, mais encore atteindre un niveau deux fois plus élevé, sous l'action de la demande de remplacement différé. Par suite, l'indice de consommation des produits de peinture peut très facilement passer de 30 à 200, soit une progression dépassant 500 %.

(1) A plus forte raison lorsque la politique économique est axée sur le maintien du plein emploi.

Industries « infantiles » offrant des perspectives d'avenir exceptionnelles.

Un autre groupe d'industries méritant d'être pris en considération est celui des industries « infantiles » offrant des perspectives d'avenir exceptionnelles et qui semblent propulsées, en quelque sorte, par une poussée économique intense.

Au cours de la période 1920-1929, les industries qui ont avancé plus rapidement que les autres (en Angleterre et aux États-Unis) ont été : la radio, la soie artificielle, les cigarettes (à cause de la nouvelle clientèle féminine), les produits de beauté, les automobiles, l'équipement des bureaux, les films parlants (appareillage d'enregistrement et de projection), le ciment et les appareils électriques (nettoyage par le vide, frigidaires, etc.).

Parmi les industries qui paraissent posséder cette propriété de croissance « géométrique » au cours de la période en cours (et dont certaines ont déjà fait leurs preuves au cours du cycle précédent), on peut citer (aux États-Unis) : le conditionnement de l'air, les moteurs diesel, la soie artificielle, la bière vendue en boîte, les sociétés d'autobus, la télévision, le financement des achats à tempérament, les maisons fabriquées en pièces détachées, certains alliages de métaux, les réfrigérateurs mécaniques, etc.

Si l'on sait habilement choisir les meilleures sociétés exploitant ces branches industrielles, on peut avoir la chance de réaliser des bénéfices exceptionnels.

Industries auxiliaires à croissance rapide.

Les industries en voie de croissance qui sont les auxiliaires d'industries en progression dont elles suivent le sillage offrent des occasions de placement particulièrement intéressantes : par exemple, les glaces incassables pour automobiles ou les lampes de radio. Mais on doit toujours se poser les deux questions suivantes : des usines rivales peuvent-elles être rapidement mises sur pied ? et : les brevets sont-ils assez solides pour empêcher le développement et l'empiètement de la concurrence ?

Actions à forte « multiplication (1) ».

Il convient également d'analyser la structure du capital des sociétés. A supposer qu'un placeur ait judicieusement

(1) Image empruntée à la mécanique : multiplication d'une bicyclette, etc. (*N. d. T.*).

sélectionné telle ou telle branche industrielle, il doit s'efforcer de découvrir des actions dont la valeur soit fortement « multipliée » par la structure du financement de l'affaire : nous voulons dire des actions de sociétés ayant émis relativement peu de valeurs à revenu variable et une quantité relativement élevée de valeurs à revenu fixe, si bien qu'un faible accroissement en pourcentage des bénéfices nets doit se traduire par un accroissement considérable (effet de « multiplication ») du pourcentage revenant aux porteurs d'actions.

Certes, de telles actions « à forte multiplication » sont tout particulièrement affectées par les crises, mais elles sont aussi exceptionnellement favorisées par les booms.

Si, par exemple, 1/10 seulement du bénéfice commercial total d'un exercice donné est dévolu aux actions ordinaires, un accroissement de 10 % de ce bénéfice l'année suivante se traduira par un doublement du revenu de ces actions (1).

Industries travaillant avec un pourcentage élevé de frais généraux fixes.

Même si la structure financière de leurs sociétés ne remplit pas l'office d'un levier, certaines affaires possèdent, en raison même des conditions techniques dans lesquelles elles travaillent, un autre levier susceptible de valoriser leurs actions : nous voulons parler des industries dont les frais généraux n'augmentent pas même si elles produisent et vendent davantage, si bien que toutes leurs opérations supplémentaires, au-delà d'un certain volume, améliorent leur pourcentage de bénéfices.

Rentrent plus ou moins dans cette catégorie : les journaux, en raison de leurs recettes de publicité ; les industries hydro-électriques ; les hôtels, au point de vue location des chambres (mais non en ce qui concerne les recettes de restaurant) ; et ainsi de suite.

Aussi les industries dont les charges financières sont élevées, tandis que leurs dépenses de matières premières et de salaires sont relativement faibles, ont-elles des chances de profiter tout particulièrement d'un essor économique. Cette remarque vaut notamment pour celles de ces industries qui sont en mesure de relever leurs prix de vente.

Les sociétés télégraphiques et les sociétés de cinéma

(1) Ce raisonnement vaut, bien entendu, *a fortiori*, pour les parts de fondateur (*N. d. T.*).

(production) appartiennent à cette catégorie car, à la différence de ce qui se passe dans l'industrie automobile, par exemple, tout accroissement de leurs recettes (à partir d'un certain point) se convertit pratiquement en bénéfice net.

Valeurs d'inflation.

Si l'on croit que le niveau général des prix va monter, il est important de rechercher comment l'inflation affectera les différentes sociétés :

a) Au point de vue demande (prix de revient) ;

b) Au point de vue offre (prix de vente).

Les branches qui vendent à des prix stéréotypés, par exemple les magasins à cinq ou dix cents (magasins à prix unique du type américain) ; les branches dont la clientèle consiste principalement en possesseurs de revenus fixes ; les industries dont les prix de vente sont réglementés ; celles encore (comme les sociétés de vente par correspondance) qui doivent préparer leurs catalogues environ six mois à l'avance ou même plus tôt — courent le risque d'être coincées, soit par la hausse de leurs prix de revient, soit par la diminution de la demande.

D'autres branches, au contraire, sont préparées à tirer avantage de l'inflation, notamment si elles recrutent leur clientèle dans les milieux relativement aisés ; si elles détiennent de gros stocks dont il leur est possible de majorer les prix de vente ; ou si leurs frais généraux sont peu élastiques, fussent-ils d'ailleurs relativement élevés.

Nous ne sommes personnellement guère partisan des valeurs foncières, en tant que placement-refuge en période d'inflation, à moins que leurs biens soient lourdement hypothéqués ou qu'ils soient sis dans une zone à la mode dans les milieux où l'on rencontre les « profiteurs de l'inflation ».

Néanmoins, des terrains ou des immeubles *fortement hypothéqués* peuvent constituer un placement intéressant en période d'inflation.

Sociétés intégrées verticalement.

Les sociétés dites « intégrées verticalement », c'est-à-dire celles qui produisent non seulement des marchandises terminées, mais encore les matières premières dont elles se servent, constituent une autre catégorie d'entreprises qui mérite de retenir particulièrement l'attention des

placeurs, soit en période d'inflation, soit au moment où est atteint le « creux » des affaires.

En temps de dépression, lorsque les cours de la plupart des matières premières tombent au-dessous de leurs prix de revient moyens, les sociétés intégrées, à moins qu'elles ne produisent dans des conditions de bon marché exceptionnel, ne peuvent bénéficier de l'avantage, dont jouissent les sociétés concurrentes, consistant à acheter leurs matières premières à des prix inférieurs aux prix de revient. Non seulement elles essuient de grosses pertes sur leurs stocks, mais encore leur section productrice de matières premières devient un actif générateur de pertes. Mais, en sens contraire, les sociétés intégrées sont appelées à réaliser des profits exceptionnels lorsque les affaires repartent et lorsque les prix montent. Elles bénéficient, en pareille occurrence, de la revalorisation de leurs stocks et les prix de revient de leurs matières premières ne progressent pas aussi rapidement que les cours pratiqués sur le marché.

Par ailleurs, les sociétés « intégrées horizontalement », par exemple les sociétés de vente au détail à succursales multiples ou les groupes d'entreprises de transformation non productrices de matières premières, ne bénéficient pas au même degré des booms, à moins qu'elles ne jouissent d'un monopole de fait leur permettant de fixer à volonté leurs prix de vente.

Cependant de telles sociétés, répétons-le, souffrent très peu au cours des crises, si elles détiennent un monopole de fait et si elles ne se consacrent pas à la vente de produits de grand luxe.

Évitez les industries qui viennent de traverser un boom.

Parmi les industries dont le placeur doit s'écarter figurent celles qui viennent de profiter d'un boom autonome. En effet, toute branche placée dans ce cas tend à attirer un flot excessif de capitaux frais dont la mise en œuvre risque de faire déferler sur le marché une pléthore de marchandises. La concurrence des vendeurs et la préoccupation de faire tourner coûte que coûte les usines s'exaspèrent.

Alors, une telle industrie, pour avoir grandi plus vite que les industries sœurs, est normalement affectée, pendant une période prolongée, par l'affaiblissement du pouvoir d'échange de ses produits contre les autres produits, ce qui se traduit par une baisse *relative* de ses prix de vente. Elle traverse donc une longue période de difficultés

avant que les autres industries aient eu le temps de grandir à leur tour et de se développer dans la même mesure ou encore avant que les producteurs marginaux aient été éliminés.

Des crises partielles de cette nature tendent à s'aggraver : (i) si le produit ne s'use que lentement et si, par suite, la demande de remplacement est faible (par exemple : phonographes par opposition avec bas de soie) ; (ii) ou si les trésoreries de *toutes* les sociétés concurrentes sont fortes, si bien que de longues années doivent s'écouler avant qu'aucune d'entre elles soit éliminée (cf. l'influence déprimante exercée par la solidité financière des sociétés d'étain et des sociétés de caoutchouc après leurs booms de 1926) (1).

Industries en voie de régression.

Il convient également d'éviter les industries qui souffrent d'un déplacement de la demande en faveur d'industries concurrentes « artificielles » (par exemple, aux États-Unis, la charrue à traction animale) ; ou celles qui sont frappées à mort par un changement de mode (par exemple, les épingles à cheveux) : cependant on ne doit pas perdre de vue que les modes sont sujettes à revirements et qu'une branche de ce genre, après avoir passé par une période de régression, peut redevenir une industrie progressive.

Effectivement, des industries soumises à la mode peuvent offrir les plus belles perspectives. Mais on doit faire preuve de la plus grande prudence, non seulement en les sélectionnant, mais encore en cherchant à reconnaître le moment opportun pour vendre avant d'être surpris par une modification des goûts du public.

Industries à risques politiques (2).

Sont à éviter également les industries susceptibles de servir de cible à des campagnes politiques, soit parce que l'on considère leur activité comme dangereuse pour la santé ou la moralité publiques, soit parce que l'on peut établir un tremplin politique en réclamant des baisses de

(1) On sait que M. Angas a conquis ses premiers galons de préviseur financier en annonçant dès janvier 1926 le krach des valeurs de caoutchouc (*N. d. T.*).

(2) On sait l'influence que les nationalisations ou les menaces de nationalisation ont exercée, à partir de 1944 et 1945, sur l'évolution de la Bourse de Paris et du Stock Exchange de Londres.

prix en faveur des consommateurs et, notamment, des ménagères.

On doit également être circonspect à l'égard des industries de guerre qui peuvent être déprimées par des accords de désarmement ; ou à l'égard d'industries pouvant ressentir les effets de mesures tarifaires, de contingents d'importation, etc.

Les facteurs « change » et « droits de douane » peuvent provoquer de graves bouleversements dans certaines branches industrielles.

On doit également ne pas perdre de vue la possibilité que des subventions soient accordées à telles industries ou retirées à telles autres industries.

Préférez les industries déprimées pour cause de sous-consommation.

Ayant sélectionné les principaux compartiments dans lesquels il est *théoriquement* recommandable de placer ses capitaux en temps de ralentissement, le placeur doit examiner séparément l'histoire récente et la situation actuelle de chaque branche, en vue de retenir seulement celles dont la dépression actuelle s'explique davantage par une sous-consommation générale que par l'extension indéniablement excessive des outillages.

Il y a lieu d'éliminer systématiquement les branches qui se sont récemment développées exagérément par rapport aux autres branches — à moins que les cours de leurs actions ne soient tombés suffisamment bas pour les rendre attrayantes de ce seul chef.

Les meilleures industries à retenir en période de récession sont celles dont la dépression a été causée par une sous-consommation temporaire (par exemple : produits chimiques), et non par la saturation de la demande ou par une extension excessive des outillages au cours d'un boom antérieur (par exemple : le cuivre au lendemain de la première guerre mondiale).

La méthode fréquemment préconisée consistant à choisir les sociétés financièrement les plus fortes des branches les plus déprimées ne peut être recommandée que si l'investisseur prête toute son attention aux facteurs précités.

Préférez les sociétés insuffisamment employées disposant d'une marge de bénéfices potentiels.

Si une société dont la capacité de production n'est que partiellement utilisée assure néanmoins à ses actions un

rendement raisonnable (sur la base des cours de bourse) [1], ses profits peuvent, en cas de reprise des affaires, augmenter énormément sans appoint de capitaux frais, notamment en raison du fait que les frais généraux incorporés à chaque unité de production diminueront lorsque la production se développera. L'achat d'actions de telles sociétés est fréquemment recommandable vers le creux des dépressions.

Actions de sociétés « holding ».

Constituent également des placements prometteurs les actions à forte « multiplication » des sociétés *holding* dont le portefeuille est constitué lui-même principalement avec des actions fortement « multipliées ». Si la gestion de ces sociétés est saine et *claire* et si, d'autre part, elles exploitent une branche d'activité industrielle adéquate, on doit évidemment les considérer comme avantageuses à mettre en portefeuille en période d'expansion.

Choisissez des sociétés produisant à des prix de revient élevés et dont la marge bénéficiaire est étroite.

Il est intéressant de noter que, si un placeur audacieux est tenté de placer des capitaux dans une industrie déprimée produisant des matières premières ou des articles manufacturés (par exemple, dans l'industrie automobile américaine en 1933), afin de tirer parti d'un redressement ultérieur des prix de vente ou d'un abaissement ultérieur des prix de revient, il devrait théoriquement, pour réaliser une plus-value sur son capital, choisir des sociétés à faible marge bénéficiaire et à prix de revient élevés plutôt que des sociétés à forte marge bénéficiaire et à bas prix de revient. Si, par exemple, les prix de vente courants s'établissent à 100 et si la marge bénéficiaire de la société A est de 50 tandis que celle de la société B ressort à 10, une hausse de 10 % sur les prix courants majorera de 100 % le bénéfice de B, mais de 20 % seulement le bénéfice de A. (Mais, bien entendu, si les prévisions du placeur sont démenties par l'événement, les actions B risquent d'être particulièrement touchées.)

Tenez compte des cours de bourse.

Nous venons d'énumérer différentes catégories de valeurs et de branches à préférer ou à éviter. Cependant

[1] L'auteur fait ici allusion au taux de capitalisation des *bénéfices* et non au taux de capitalisation des *dividendes* (*N. d. T.*).

il convient de se rendre nettement compte que ces classements se rapportent exclusivement à l'évolution éventuelle des bénéfices. Mais, ce faisant, nous avons entièrement laissé de côté la question essentielle des cours de bourse que l'on doit toujours examiner en liaison avec celle des perspectives de profits industriels.

Nous voulons dire par là que, même si certaines branches offrent des perspectives extrêmement favorables au point de vue de leur évolution économique et de leurs chances futures de profits, il se peut néanmoins que les cours de ces valeurs aient déjà atteint un niveau trop élevé pour qu'il soit recommandable de les mettre en portefeuille.

Réciproquement, même si la tendance des profits d'une autre branche n'est pas très favorable, le cours des actions d'une société exploitant cette branche peut néanmoins être assez bas pour en rendre l'acquisition avantageuse. En fait, on doit se préoccuper aussi soigneusement du bon marché relatif des titres que de l'évolution future des profits. N'achetez donc que si votre achat est justifié tant par les cours de bourse que par les perspectives de bénéfices industriels.

La valeur idéale.

Il serait intéressant de découvrir une société exploitant une branche industrielle relativement récente et ayant de belles perspectives d'avenir, pour les produits de laquelle il existerait une demande de remplacement différée ; travaillant à l'heure actuelle avec une faible marge bénéficiaire ; dont les usines seraient présentement incomplètement utilisées ; dont une dépression récente aurait tenu à la sous-consommation plutôt qu'à la surproduction ; qui fournirait des produits de demi-luxe à une couche d'acheteurs particulièrement favorisée par la reprise des affaires ; dont la structure financière se traduirait par une forte « multiplication » ; qui ne serait pas grandement affectée par la concurrence étrangère ; dont les actions capitaliseraient à un taux raisonnable les *bénéfices*, en dépit de leur faible montant ; dont les charges financières atteindraient un pourcentage élevé par rapport aux dépenses de main-d'œuvre et de matières premières — ou qui, alternativement, serait intégrée verticalement et dont les prix de vente pourraient être relevés en période d'insuffisance de la production.

Telles seraient les caractéristiques d'une société « idéale » pendant une phase de reprise des affaires.

ACTIVITÉ DES DIFFÉRENTS COMPARTIMENTS BOURSIERS 10

Comme les différentes branches industrielles accomplissent individuellement des évolutions autonomes, lesquelles diffèrent aux points de vue de leur base de départ, de leur durée et de leur amplitude, les placeurs devraient essayer de saisir les occasions qui se présentent d'arbitrer leurs titres d'un compartiment à l'autre.

Cependant les actions des sociétés n'évoluent pas toujours en stricte concordance avec les courbes effectives de leurs profits.

La mode joue un rôle à la Bourse tout autant que dans les autres milieux humains. L'engouement du public s'attache couramment, selon les périodes, à certains titres ou groupes de titres, puis s'en détache ultérieurement. Néanmoins, il existe normalement, à l'arrière-plan des modes boursières, telle ou telle amélioration fondamentale des perspectives économiques de la société ou du groupe et c'est ce facteur, effectif ou escompté, qui déclenche la hausse.

Les événements se succèdent habituellement dans l'ordre suivant :

a) Une valeur ou un groupe de valeurs sont raisonnablement évalués.

b) Une amélioration économique se produit et le groupe devient automatiquement sous-évalué.

c) En raison de cette sous-évaluation, les personnes qui ont des renseignements de première main se mettent à acheter.

d) La presse financière commente ces achats « de bonne source » et le public prend à son tour position.

e) La hausse est poussée trop loin, par suite d'excès de zèle de la part des petits placeurs.

f) Il s'ensuit une réaction modérée.

g) S'ouvre alors une période de stagnation — avec des fluctuations de faible amplitude, les achats compensant

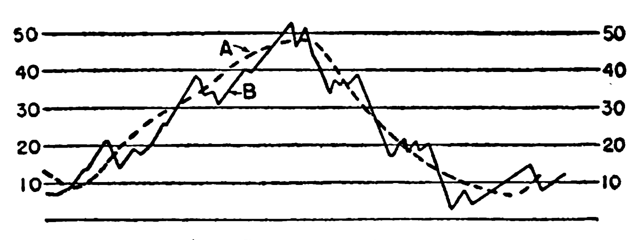
à peu près les ventes et le public tenant les cours atteints pour raisonnables.

h) Après un intervalle de, par exemple, un an, le même cycle peut se renouveler.

En règle générale, les mouvements boursiers de cette nature, lorsqu'on les reporte sur un graphique, ont à peu près l'allure suivante :

D'abord une hausse d'une zone à l'autre ; puis une réaction secondaire environ vers le tiers de la hausse ; puis une période de cours sensiblement étales, suivie par une hausse vers une nouvelle zone, et ainsi de suite — les cours oscillant largement à cheval sur la direction moyenne de leur évolution à long terme, soit :

PLANCHE II



A = Courbe des bénéfices.
B = Courbe de l'indice des cours.

Parfois ces mouvements spasmodiques sectionnels ne durent que quelques mois ; plus fréquemment ils se prolongent durant plus d'un an. Les placeurs devraient s'efforcer d'exploiter ces oscillations de grande amplitude affectant certaines valeurs ou certains groupes de valeurs, puis de tirer leur épingle du jeu lorsque ces oscillations paraissent amorties.

Ajoutons que les engouements du public pour tels ou tels groupes de valeurs s'accusent particulièrement dans les phases de reprise, lorsque les industries donnent, l'une après l'autre, des signes d'amélioration. Le facteur « mode » perd ensuite graduellement de son importance dans la mesure où la prospérité se généralise.

Au cours des premiers stades de reprise, les placeurs devraient s'efforcer de découvrir les quelques industries apparaissant comme les plus attrayantes au point de vue

de leurs chances de redressement prochain et ils devraient investir la majeure partie de leurs disponibilités dans ces groupes particuliers, sans attendre que leurs différents mérites leur attirent, ce qui ne saurait tarder, la faveur du public.

Les facteurs qui régissent les cours.

Les placeurs demandent fréquemment comment se forment les cours des valeurs et quels facteurs les régissent. Sont-ils déterminés par les opérations des *jobbers* en Angleterre, des « spécialistes » aux États-Unis, des « professionnels » en France ? ou par celles des personnes bien renseignées ? ou par celles du grand public ? par le « sentiment » du marché ? par l'offre et la demande ? ou par les bénéfices, les éléments d'actif, les perspectives d'avenir ? Ou encore, doit-on faire état de la position technique du marché, c'est-à-dire du volume des épargnes disposées à s'investir ; du crédit disponible ; des quantités de titres absorbés par les *jobbers* ou « professionnels » ; du loyer de l'argent, et ainsi de suite ?

On peut décrire comme il suit l'action et la réaction de ces divers facteurs :

Offre et demande sur le marché.

Sur différents emplacements du parquet de la Bourse de Londres se tiennent différents groupes de *jobbers*. (Un *jobber* est un intermédiaire qui traite, non pas avec le public — ce qui constitue un privilège réservé aux agents de change (*brokers*) — mais directement avec les agents de change). Les *jobbers* « déclarent » un cours auquel ils consentent à acheter et un autre cours auquel ils sont disposés à vendre. « L'écart » entre ces cours donneur et preneur constitue leur bénéfice normal qui est parfois accru, parfois diminué, par la hausse ou la baisse des titres détenus par l'intermédiaire.

Chaque *jobber* se spécialise dans certains types de valeurs. Pour chacun des principaux compartiments, tels que pétroles, caoutchoucs, etc., il existe un certain nombre de *jobbers* en concurrence. Quelques-uns (ou la totalité) d'entre eux ont vraisemblablement pris en charge sur leurs carnets une certaine quantité des titres sur lesquels ils opèrent. Si leur portefeuille est déjà passablement

gonflé, compte tenu de leurs moyens financiers et de leur opinion sur l'évolution à venir des cours, ils ne seront pas disposés à absorber davantage de titres, sinon à des cours plus bas. Si donc un *broker* s'adresse à un *jobber* et, après s'être fait « déclarer » un cours d'achat et un cours de vente, réussit à « repasser » à l'infortuné mille titres dont celui-ci n'avait que faire, un autre *broker*, cherchant à son tour preneur, se verra presque certainement « déclarer » un cours d'achat plus bas. Ainsi le cours du titre baissera, progressivement ou soudainement, en raison de l'excès des offres par rapport aux demandes sur la base du cours antérieur.

Réciproquement, si la demande dépasse l'offre et si les ordres d'achat inscrits sur les carnets des *brokers* sont plus nombreux que les ordres de vente, les portefeuilles des *jobbers* s'allégeront et les cours seront relevés.

Les offres de titres affluant sur le marché peuvent avoir pour causes, soit la nervosité des placeurs, soit des révocations de crédits bancaires, soit des opinions pessimistes sur les perspectives industrielles, soit des liquidations de successions, soit des arbitrages contre des valeurs considérées comme plus attrayantes, soit des ventes « à découvert » par le public, soit des ventes motivées par des rumeurs ou par des nouvelles alarmantes concernant, par exemple, des réductions de dividendes, des diminutions de bénéfices, des tarifs douaniers défavorables, des troubles politiques ou sociaux, une tension internationale, etc.

Les mêmes facteurs, précédés de signes contraires, peuvent provoquer un accroissement des demandes de titres.

L'opinion moyenne régit les cours par le canal de « l'offre et de la demande ».

En tout état de cause, l'opinion moyenne du grand public constitue le facteur *fondamental* qui régit les cours de bourse.

Chacun des cours cotés à un moment donné en Bourse est tenu pour trop élevé par certaines personnes, pour trop faible par certaines autres et pour approximativement normal par un troisième groupe d'intéressés.

Les personnes qui considèrent le cours coté comme trop élevé vendront leurs titres *à ce cours*, par le truchement des intermédiaires, à celles qui le considèrent comme trop bas. Si, cependant, l'opinion moyenne du

public se modifie dans un sens défavorable, en sorte que les intéressés, dans leur ensemble, considèrent le titre comme surévalué à son cours actuel, les vendeurs seront plus nombreux que les acheteurs, ce qui aura pour effet de gonfler les portefeuilles des *jobbers* et de faire baisser les cours.

Si, en sens contraire, le cours tombe à un niveau assez bas pour que l'opinion « moyenne » le considère comme désormais trop faible ou si, l'opinion « moyenne » au sujet des perspectives de la société s'étant modifiée, l'idée que le titre est sous-évalué gagne du terrain, les acheteurs se présenteront en plus grand nombre que les vendeurs, les portefeuilles des *jobbers* seront entamés et le cours coté montera jusqu'au point où il traduira plus fidèlement l'opinion « moyenne » du public.

Or, cette opinion, nous l'avons déjà dit, est affectée essentiellement par les rumeurs, les nouvelles, les perspectives de bénéfices et le bon marché ou la cherté relatifs supposés des autres placements alternatifs.

Le facteur « relativité » au point de vue des capitaux disponibles.

Cependant, si l'on considère le problème de la formation des cours dans son ensemble, on constate que l'expression « cours » est essentiellement relative. Deux appréciations interviennent constamment (i) à l'égard de la valeur intrinsèque des titres et (ii) à l'égard du montant des capitaux ou, plus exactement, des épargnes monétaires disponibles. En fait, les questions qui touchent au volume des disponibilités et à l'importance que le public attache, à un moment donné, à conserver des ressources liquides, peuvent jouer dans la formation des cours un rôle tout aussi prépondérant que les prévisions portant sur l'évolution des profits industriels.

Il peut donc advenir qu'une raréfaction momentanée des épargnes proprement dites (causée par une réduction généralisée des dividendes industriels, ou par un engorgement d'émissions nouvelles absorbant la totalité de ces épargnes, ou par une révocation temporaire de crédits bancaires, ou par le souci des investisseurs de se ménager des réserves liquides — soit par manque de confiance dans l'avenir, soit en vue d'acquitter des impôts ou des frais de vacances, soit dans l'intention de transférer des capitaux à l'étranger pour acquérir des valeurs étrangères) — déclenche soudainement une poussée de réalisations

et entraîne du même coup un effrondrement brutal des cours, même si les bénéfices industriels, acquis ou escomptés, n'ont pas varié.

Des hausses et des baisses à court terme peuvent fort bien être provoquées *exclusivement* par des considérations monétaires et des raisons de sentiment. De cette observation dérive toute la théorie des conjonctures financières (cf. le chapitre suivant).

Les conditions « externes » (position de place et marché de l'argent) peuvent donc affecter *à court terme* « l'opinion moyenne » et les cours des valeurs tout autant que ne le font les conditions « internes », c'est-à-dire les facteurs industriels.

12 LES MOUVEMENTS INTERCALAIRES (I. LEURS CAUSES)

Oscillations à court terme.

Comme nous l'avons déjà mentionné, chaque mouvement principal en hausse ou en baisse est coupé par des mouvements intercalaires importants qui viennent contrarier la tendance générale.

Ces mouvements tiennent, tant à des variations affectant le montant des capitaux disponibles pour de nouveaux placements ou le montant des capitaux cherchant à se dégager d'anciens placements, qu'à des changements d'humeur du marché.

Pendant chacun de ces mouvements intercalaires, on constate que les valeurs à revenu variable de tous les compartiments tendent fortement à évoluer, en gros, dans le même sens. Il suffit, pour s'en convaincre, de jeter les yeux sur n'importe quel graphique représentant un bon indice des cours des actions.

Ceci posé, l'objectif du placeur « à court terme » (par opposition avec le placeur « à long terme ») consiste à vendre ses titres au cours des poussées de hausse intercalaires (*boomlets*) — en choisissant précisément le moment où le public et lui-même sont vraisemblablement pleins de confiance ; puis à racheter au cours des réactions ultérieures, alors que les nerfs du public, et sans doute aussi les siens, viennent probablement d'être assez sévèrement mis à l'épreuve.

En effet, on se trouve généralement bien, en matière de placements, de suivre une ligne de conduite qui, sur le moment, paraît être paradoxale.

Le placeur à court terme doit avant tout se convaincre que la seule manière de réaliser des profits consiste à acheter des titres quand ils sont bon marché et à les vendre quand ils sont chers. Lapalissade, dira-t-on ? Cependant les actions sont rarement bon marché, sinon durant les accès de faiblesse de la Bourse. Le succès des opérations de placement dépend donc largement des achats que l'on a le courage d'effectuer au moment même où le public,

et aussi sans doute l'opérateur lui-même, se sentent peu disposés à s'engager et quelque peu nerveux.

La mise à exécution de cette tactique suppose en outre que l'opérateur, pour se mettre en mesure d'acheter pendant les réactions de courte durée, s'astreigne à vendre pendant les pointes de courte durée, accumulant ainsi les disponibilités liquides qu'il investira au cours du prochain accès de baisse intercalaire. Or, cette manœuvre implique que l'on sache se résoudre à vendre au moment même où le public (et sans doute aussi l'opérateur lui-même) sont remplis de confiance et animés du désir d'acheter. En d'autres termes, la moitié de l'art des placements consiste à savoir conserver liquides ses capitaux pendant, par exemple, deux ou trois mois de suite sur six.

Généralement, lorsque les valeurs sont bon marché, personne n'a de fonds pour en acheter — car chacun a intégralement investi ses disponibilités pendant la précédente poussée de hausse. Moralité : faites de l'argent en périodes de « pointes ». Essayez de ne pas imiter le grand public.

Facteurs gouvernant les cours des valeurs : a) *facteurs internes*, b) *facteurs externes.*

Les mouvements généraux à court terme présentent assez d'importance pour qu'il soit nécessaire de leur prêter une attention soutenue.

Or, nous l'avons déjà dit, les cours peuvent évoluer sous l'effet de deux catégories de motifs, d'ordre « interne » ou d'ordre « externe ». Les influences « internes » sont celles qui se rattachent aux chances d'une branche donnée ou d'une société donnée ; les influences « externes » sont celles qui se dégagent de la position technique boursière et du moral boursier. Il est parfaitement possible que les cours d'une action oscillent de 20 % à 50 % en l'espace de quelques mois, sans que les conditions internes de la société émettrice se soient aucunement modifiées, de telles fluctuations pouvant être exclusivement causées par les facteurs externes à court terme.

La conjoncture.

Normalement, des forces sont toujours en action dont les unes travaillent à déprimer le marché dans son ensemble, tandis que les autres tendent simultanément à le redresser. La résultante de cette « conjonction de

forces » détermine la « tendance générale courante ».

Tout comme les mouvements principaux, les oscillations intercalaires, qui constituent le thème du présent chapitre, ont des causes économiques bien définies et l'on peut décomposer la « conjonction de forces » qui les provoque en différents éléments distincts, psychologiques et mathématiques, qui agissent à la fois sur la demande et sur l'offre. En fait, il est nécessaire, pour faire des prévisions rationnelles en matière d'oscillations intercalaires, d'adopter cette méthode de décomposition analytique.

Les trois groupes d'influences.

Les oscillations intercalaires s'expliquent par trois causes distinctes :

(i) Facteurs purement *émotifs*, c'est-à-dire vagues fortuites de pessimisme ou d'optimisme collectifs.

(ii) Modifications de *l'opinion collective sur le niveau des cours*, c'est-à-dire sur leur surévaluation ou leur sous-évaluation eu égard à leurs perspectives d'avenir. Bien que d'ordre psychologique, ce motif est un peu plus rationnel que les facteurs d'émotivité pure. Il suppose une vision économique variable de l'avenir à plus ou moins longue échéance et il implique l'alternance de poussées collectives d'optimisme ou de pessimisme excessifs.

(iii) Facteurs purement *quantitatifs*, afférents au volume des épargnes, au montant des prêts bancaires consentis aux opérateurs, à la position du découvert — facteurs qui n'ont rien à voir avec les appréhensions du public ni avec les opinions formulées au sujet des conditions économiques dans lesquelles travaillent telle branche ou telle société. Ces données quantitatives sont d'ordre essentiellement mathématique et déterminent la position « technique » du marché (par opposition avec son état d'esprit). Elles permettent de calculer la quantité de fonds *statistiquement* disponibles pour les achats de titres et de la comparer avec la quantité de fonds que les placeurs désirent retirer du marché.

Il va de soi que les actes boursiers sont décidés par les cerveaux des opérateurs, mais les décisions prises par ces derniers sont influencées tant par le facteur statistique que par les deux facteurs psychologiques. Analysons donc ces trois facteurs essentiels : (i) Moral du marché. (ii) Évaluation. (iii) Facteurs quantitatifs.

Poussées fortuites de crainte (ou d'enthousiasme).

Si favorables que soient la position technique (extra-psychologique) du marché et les perspectives économiques à long terme, il est *toujours* possible, à n'importe quel moment, qu'une vague de panique inattendue (motivée par des facteurs politiques ou économiques, nationaux ou internationaux) amène soudainement les acheteurs à se retirer du marché et déclenche un flot d'ordres de vente. Du même coup, le rapport de l'offre à la demande boursière peut se trouver bouleversé et l'indice des cours peut s'effondrer.

Personne, malheureusement, n'est en mesure de prévoir scientifiquement ces poussées de panique collective. Tout ce que l'on peut faire, c'est de suivre de près les événements et d'être particulièrement circonspect lorsque se développent des situations offrant un aspect, politique, social ou économique, menaçant et *susceptibles* d'engendrer subitement une vague de pessimisme.

Erreurs alternées par optimisme et par pessimisme.

Cependant presque tous les marchés en hausse ou en baisse ont pour caractéristique d'osciller « à cheval » sur leur ligne de tendance moyenne. En fait, la planche IV, page 112, reproduit bien la forme « typique » des graphiques de cours de bourse. Les flèches portées sur cette figure représentent la tendance principale apparente (extrapolée). Le point (a) sur la figure A exprime un excès de pessimisme ; la mise en lumière de cette erreur donne normalement naissance à une exagération d'optimisme (b) ; la découverte de cette nouvelle erreur engendre habituellement une nouvelle rechute de pessimisme (c).

Zones dangereuses et zones de sécurité.

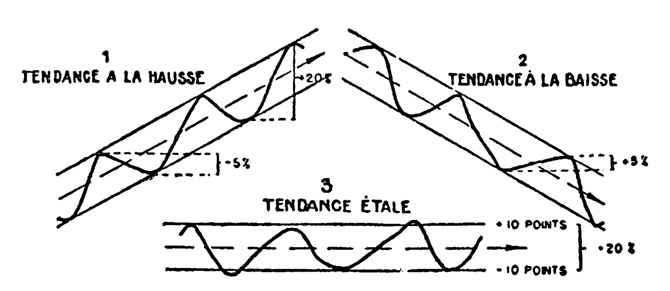
La progression ascendante des cours le long de leur ligne « moyenne » résulte de la situation économique et de l'activité des affaires (ou de l'évolution des taux d'intérêt) ; quant aux oscillations normales, « à cheval » sur la tendance moyenne, elles sont causées par les alternances d'optimisme et de pessimisme, celles-ci étant d'ailleurs couplées avec certains facteurs extra-psychologiques (que nous discuterons ultérieurement).

Quand les cours des actions s'élèvent au-dessus de la ligne représentant la direction moyenne apparente (estimée) de la hausse, ils entrent « probablement », du point

de vue du court terme, dans une zone dangereuse ; s'ils se tiennent, au contraire, au-dessous de cette direction angulaire moyenne, ces cours sont « probablement » sûrs. Il va de soi que cette règle n'est aucunement infail-

PLANCHE III

OSCILLATIONS INTERCALAIRES CARACTÉRISTIQUES



lible. Mais si l'on tire une ligne de direction passant par le milieu de la zone de tendance moyenne « apparente » (zone que nous désignerons également par le terme « piste » du marché) et si l'on tire en outre des lignes fines, plus ou moins parallèles à la ligne centrale et qui unissent les « sommets » successifs et les « creux » successifs de la courbe des cours, on obtient ainsi ce que nous appellerons les *parallèles supérieure et inférieure.* Or, il est remarquable de constater combien fréquemment les cours fléchissent à nouveau dès qu'ils ont atteint les parallèles supérieures apparentes (qu'il s'agisse de mouvements à long terme, à moyen terme ou secondaires) ; et combien fréquemment ils se redressent dès qu'ils se rapprochent des parallèles inférieures.

Bien entendu, l'axiome « sécurité dans le voisinage des parallèles inférieures (et risque dans le voisinage des parallèles supérieures) » cesse d'être vrai lorsque la tendance générale du cours oscillant « à cheval » sur une direction horizontale (cf. graphique 3 de la planche III) commence à se modifier : en effet, un changement de direction, par exemple orienté à la hausse, suppose *nécessairement* que la courbe des cours franchisse sa parallèle supérieure, normalement considérée comme dangereuse. Néanmoins, cette règle grossière est extrêmement précieuse

dans la plupart des cas, que les parallèles soient ascendantes, déclinantes ou horizontales.

L'offre de capitaux par rapport à la demande. (Facteurs statistiques.)

Cependant, en dehors des sautes d'humeur boursières occasionnelles et des erreurs d'évaluation alternées, il convient, dans la prévision des oscillations boursières, intercalaires ou « conjoncturelles », de faire état de certaines données purement *mathématiques.*

Ces éléments mathématiques consistent dans :

A. *Le montant des capitaux disponibles pour les investissements ; et*

B. *Le montant des capitaux que les placeurs désirent retirer du marché, c'est-à-dire souhaitent « désinvestir ».*

A. *Fonds disponibles pour les investissements.*

On peut classer comme il suit les différentes catégories de fonds avec lesquels des titres peuvent être acquis :

1. *Épargnes proprement dites (qui peuvent consister en épargnes nouvelles ou en épargnes anciennes précédemment thésaurisées).*
2. *Fonds empruntés aux banques.*
3. *Fonds en provenance de l'étranger.*

Si tous ces fonds se contractent simultanément, ou si leurs variations nettes se traduisent par un solde négatif, les cours de bourse peuvent s'en trouver défavorablement affectés, même si les conditions économiques sont en voie d'amélioration. Réciproquement, si les variations nettes se traduisent par un solde positif, les cours auront tendance à s'apprécier sous l'influence de cet afflux de capitaux (1), même si les conditions économiques ne s'améliorent pas. Il est impossible, en pareille matière, de procéder à des mesures statistiques précises, mais on peut effectuer des calculs avec un degré d'approximation raisonnable.

Le placeur doit donc observer avec soin ces trois réservoirs de capitaux et s'efforcer de prévoir leurs fluctuations à court terme.

1. *Epargnes proprement dites.*

En ce qui concerne les épargnes proprement dites des Américains, on estime qu'elles s'accumulent fréquemment et deviennent disponibles pour l'achat de titres ancienne-

(1) En France, au cours des années récentes, la Bourse a été largement alimentée par capitaux d'outre-mer rapatriés (*N. d. T,*).

ment ou nouvellement émis au rythme d'environ 2,5 milliards de dollars par an, soit 200 millions de dollars par mois [1]. Or ces capitaux ne peuvent être absorbés que par les emplois suivants :

a) Commissions et autres frais de placement.

b) Retraits en vue de dépenses personnelles ou de transferts à l'étranger.

c) Remboursements aux banques.

d) Souscriptions à des émissions nouvelles.

Sauf en cas de contraction du crédit bancaire, les souscriptions aux émissions nouvelles constituent *habituellement*, de très loin, le plus important facteur d'absorption des épargnes. Si le montant des émissions nouvelles tombe très au-dessous du montant des épargnes fraîches qui vont s'accumulant à raison de 200 millions de dollars environ par mois, ces épargnes s'entassent progressivement, et, sauf en cas de thésaurisation motivée par des appréhensions d'ordre politique ou social, finissent par s'employer en achats de valeurs *anciennes*. Ces achats font nécessairement monter les cours de ces valeurs et tendent à provoquer un « petit boom » conjoncturel (sauf si les banques coupent simultanément les crédits aux spéculateurs ou sauf si les ventes pour compte de l'étranger absorbent les capitaux disponibles). Par conséquent, toute raréfaction des émissions nouvelles favorise les valeurs boursières anciennement introduites.

Réciproquement, si des émissions nouvelles (faisant appel à des capitaux *frais*) sont effectuées sur un rythme *plus rapide* que celui de l'accumulation des nouvelles épargnes, il est *probable* qu'une indigestion de titres s'ensuivra et qu'il se produira une dépression à court terme — à moins que le déficit, comme il advient parfois, ne soit comblé par des capitaux étrangers ou par des crédits bancaires. (Le boom qui s'est produit en 1929 aux États-Unis a fourni un exemple éclatant de ce cas exceptionnel.)

Un courant de pessimisme peut, il est vrai, retarder l'emploi des épargnes disponibles. Cependant, si le public ne thésaurise pas systématiquement ses épargnes proprement dites — si ces épargnes ne sont pas intégralement absorbées par des émissions nouvelles — et si les banques ne révoquent pas leurs prêts, les cours des valeurs à revenu variable tendront à monter en même temps que s'accumu-

[1] Pendant et depuis la deuxième guerre mondiale, le rythme d'accumulation des épargnes américaines s'est considérablement renforcé.

leront les épargnes, *même si la situation économique générale ne s'améliore pas*. On constate effectivement des cas où les cours montent pendant quelques mois de suite, en dépit d'un certain déclin des affaires (par exemple : aux États-Unis, de mai à juin 1935).

Il est donc essentiel pour les spéculateurs et les placeurs d'étudier continuellement l'évolution des émissions. Le volume des titres nouveaux offerts aux souscripteurs constitue pendant des périodes prolongées l'un des facteurs déterminants des mouvements conjoncturels à moyen terme.

2. *Fonds bancaires.*

En ce qui concerne les avances bancaires, il convient de considérer en premier lieu les éléments de la position de liquidité des banques, à savoir : (i) les entrées et les sorties d'or ou de devises affectant le pays considéré, (ii) les billets qui sortent des caisses des banques pour entrer dans le courant de la circulation publique.

Dans l'un ou l'autre de ces deux cas, le placeur doit se tenir sur ses gardes quand il observe un courant très net (et non saisonnier) de sorties d'or ou d'émissions de billets. En effet, si ces courants persistent indûment, la banque centrale relèvera probablement ses taux d'escompte et d'avances et les banquiers révoqueront les avances consenties par eux aux opérateurs : par suite, le nombre des vendeurs dépassera celui des acheteurs et les cours des valeurs se mettront du même coup à baisser.

Un état de tension continue des réserves bancaires provoque toujours des révocations d'avances sur titres et de reports de bourse et une chute des cours des titres (à moins qu'il n'y ait inflation sans délai de la monnaie or ou de la monnaie papier).

On doit néanmoins ajouter que les banques *peuvent*, dans certains cas, révoquer les prêts consentis aux opérateurs, *même si leurs pourcentages de liquidité ne sont pas affaiblis*. Il peut s'agir là d'une politique délibérée des banques, peut-être mise en œuvre à l'instigation des pouvoirs publics. Il y aura lieu dans l'avenir de surveiller soigneusement ce facteur des interventions gouvernementales délibérées visant à enrayer des poussées spéculatives frénétiques et malsaines (1).

(1) Cette remarque a été confirmée avec éclat par le coup d'arrêt donné en 1937 à la spéculation américaine par le gouvernement de Washington (*N. d. T.*).

3. *Capitaux internationaux.*

Il est difficile d'enregistrer statistiquement les mouvements internationaux de capitaux. Ils sont en fait commandés par l'attrait relatif qu'offrent les différents marchés internationaux pour les opérations de spéculation ou de placement. La presse financière renseigne généralement avec précision sur la direction de tels courants, s'il en existe à un moment donné.

B. *Désinvestissement.*

Nous avons seulement considéré jusqu'à présent l'offre de capitaux disponibles pour les achats de valeurs de bourse anciennes. Mais il convient également de considérer le cas inverse des retraits, c'est-à-dire des efforts tentés par les possesseurs de valeurs mobilières en vue de « faire de l'argent » avec leurs titres, pour l'un ou l'autre des motifs suivants :

1. Besoins d'argent en raison des vacances, des fêtes de Noël ou du règlement des impôts. Ces demandes sont en majeure partie saisonnières.
2. Retraits nécessités par des dépenses privées ou par des transferts de fonds à l'étranger.
3. Ventes effectuées en vue de souscrire à des émissions nouvelles de titres.
4. Ventes effectuées parce que les cours sont tenus pour indûment élevés et parce que l'on considère l'argent liquide comme constituant un « placement » plus avantageux.
5. Ventes effectuées en vue de rembourser des avances révoquées par les banques ou de compléter les couvertures supplémentaires exigées par les intermédiaires.
6. Ventes effectuées pour cause de panique généralisée et motivées par un souci de liquidité.

Cependant il convient de noter le point suivant : certes, un individu donné peut « retirer » de l'argent de la Bourse ; mais, s'il agit ainsi, quelqu'un d'autre doit simultanément « apporter » de l'argent à la Bourse. Le public *dans son ensemble* ne peut *jamais* convertir en argent ses titres anciens, ni miser de nouveaux capitaux sur ces titres ; il ne peut ni retirer de l'argent à la Bourse, ni lui en apporter, car le vendeur reçoit les sommes investies par l'acheteur. Les opérations de Bourse ne sauraient donc affecter ni l'offre nationale de titres, ni l'offre nationale d'épargnes monétaires.

Par conséquent, toutes les tentatives visant à retirer des fonds liquides de la Bourse *plus rapidement* que les acheteurs ne sont disposés à augmenter leurs mises aboutissent à une demande de monnaie (c'est-à-dire d'épargnes liquides) dépassant l'offre et à une offre de titres dépassant la demande. Les cours doivent donc nécessairement baisser sous l'action du rapport mathématique de l'offre et de la demande, jusqu'au point où ces deux facteurs s'égalisent à nouveau, le bon marché des valeurs finissant par attirer les acheteurs et par décourager les vendeurs.

Cependant, du point de vue des impulsions temporaires agissant sur la bourse et de la loi de l'offre et de la demande, il importe de préciser que, si des cours plus bas *finissent* par attirer la demande, des perspectives de baisse plus accentuée peuvent la paralyser temporairement.

Impulsions intercalaires.

Lorsque, à la suite d'une période de spéculation généralisée, les cours cotés sur un marché financier commencent à paraître exagérés par rapport aux perspectives futures, les éléments les plus circonspects de la confrérie des placeurs se mettent à prendre leurs bénéfices et à réaliser. Ces ventes ont pour effet de peser sur les cours des titres, de donner naissance à un sentiment de nervosité et, finalement, de faire cesser les achats spéculatifs.

Les baissiers s'essayent alors à tâter les points faibles du marché et leurs ordres de vente tendent à accentuer le fléchissement des cours. Les *ordres stop* (1) sont progressivement débordés et, par suite, chaque ordre de vente fait proliférer de multiples ordres de vente. Au fur et à mesure que les cours s'effondrent, les marges de couverture sont dépassées, ce qui se traduit par de nouvelles ventes forcées. La nervosité augmente, les achats se raréfient et le mouvement de baisse tend à s'accélérer cumulativement.

Cette vague de baisse se prolonge normalement tant que les positions compromises n'ont pas été assainies en majeure partie. Ce faisant, les cours tombent habituellement au-dessous des valeurs intrinsèques théoriques correspondant aux perspectives d'avenir des titres (en d'autres termes, les courbes passent au-dessous des lignes de direction moyenne apparentes de hausse, pour entrer dans la zone voisine des parallèles inférieures).

(1) Cf. chap. XV et XVI.

Comme les cours ramenés à ce niveau semblent bon marché et comme la Bourse paraît alors raffermie et « complètement vendue », on constate que les valeurs directrices font l'objet de nouveaux achats pour le compte des opérateurs qui avaient réalisé aux plus hauts cours. Quand une hausse des valeurs directrices s'est produite de ce chef, les valeurs de second ordre se mettent à leur tour à monter dans le sillage des premières et l'évolution à la baisse, décrite ci-dessus, se renouvelle en hausse, avec des signes inversés, jusqu'au moment où, la position de place étant redevenue malsaine, un nouveau plafond conjoncturel est encore une fois atteint.

Parmi les caractéristiques intéressantes de ces oscillations boursières intercalaires, il convient de signaler que la proportion des opérations portant sur les « valeurs de premier ordre » augmente lorsque l'on se rapproche des « creux » conjoncturels ; au contraire, le volume des opérations portant sur des « valeurs spéculatives » s'accroît au voisinage des « plafonds » conjoncturels. Ces modifications du caractère de l'activité boursière se produisent généralement à mi-distance des deux parallèles et donnent fréquemment, par elles-mêmes, d'utiles avertissements.

Conclusion.

Abstraction faite des revirements d'opinion publique, modifiant les prévisions du marché tant à l'égard de la situation générale, politique et économique, qu'à l'égard des facteurs internes susceptibles de faire varier les bénéfices de telle branche industrielle ou de telle société — les titres peuvent monter (ou baisser) sous l'influence de motifs inhérents à la seule technique boursière, motifs de caractère purement mathématique, tels que : variations du montant des crédits bancaires, émissions nouvelles de valeurs, opérations pour compte de l'étranger.

Normalement, des réactions intercalaires se produisent sur chaque place tous les quelques mois. Néanmoins, si les conditions techniques fondamentales restent saines ; si le moral boursier n'est pas ébranlé ; et si la situation économique s'améliore, en sorte qu'aucune surévaluation ne soit à redouter — la bourse *peut,* dans son ensemble, monter pendant six à douze mois de suite, sinon davantage, sans que cette hausse soit interrompue par la réaction intercalaire normale. Certes, l'on doit admettre que des réactions doivent « normalement » intervenir tous

les quelques mois : mais ces réactions ne doivent aucunement être tenues pour « inévitables ».

Cependant il convient d'insister quelque peu sur certains points auxquels nous avons fait brièvement allusion ci-dessus.

Indigestions d'émissions nouvelles.

Les émissions nouvelles sont généralement réglées « à tempérament », les paiements s'échelonnant sur plusieurs mois. Il peut advenir par suite que des émissions nouvelles massives soient souscrites, et au-delà, bien que leur montant total dépasse celui des épargnes susceptibles d'être accumulées au cours de la période prévue pour les règlements. Il se peut donc, même si les premiers versements sont très aisément couverts, que les règlements finaux (généralement les plus considérables) dépassent au total le montant des épargnes simultanément constituées.

Il est possible que les souscripteurs effectifs disposent d'assez de ressources pour s'acquitter de leurs engagements au fur et à mesure des échéances. Mais, selon toute vraisemblance, la nécessité de procéder à de tels versements aura pour effet de détourner des placements en valeurs *anciennement* émises certains capitaux qui, normalement, auraient été affectés à absorber le filet ininterrompu des ventes qui sont effectuées à tout moment pour couvrir des dépenses privées, des liquidations de successions, des paiements d'impôts, etc.

Ainsi, l'offre de titres « anciens » jetés sur le marché peut dépasser la demande émanant : *a*) des épargnes proprement dites cherchant à s'investir ; *b*) des fonds que les spéculateurs peuvent juger opportun d'emprunter aux banques.

Une telle situation a pour résultat net une baisse boursière généralisée commandée par le gonflement excessif des émissions antérieures et par l'engorgement du marché. En d'autres termes, l'offre de titres, à un moment donné, est trop forte par rapport à la demande boursière.

Aucune reprise boursière généralisée n'est habituellement possible tant que les titres flottants n'ont pas été absorbés grâce à l'accumulation progressive des épargnes proprement dites ; ou encore tant que la baisse des cours n'a pas été assez prononcée pour inciter les spéculateurs

à entrer en lice avec des fonds empruntés aux banques.

En attendant, les bonnes valeurs baissent en même temps que les mauvaises. Les cours des valeurs récemment émises ne sont donc pas les seuls à être touchés : en fait, il est probable que tous les groupes seront affectés simultanément.

Notons incidemment que les nouvelles valeurs doivent, pour être « classées », être offertes à des cours qui leur permettent de soutenir la concurrence des valeurs antérieurement émises. L'offre de conditions d'achat de plus en plus avantageuses incite fréquemment les investisseurs à réaliser des valeurs anciennes en vue de souscrire à des titres nouvellement émis qui leur paraissent meilleur marché. C'est pourquoi le marché, dans son ensemble, peut s'affaiblir continuellement, sous l'influence d'émissions nouvelles, même si aucune « indigestion » statistique n'est encore intervenue à proprement parler (1).

(1) Les banques d'affaires et les spéculateurs spécialisés dans les opérations sur émissions nouvelles ont évidemment tout intérêt à connaître la théorie de la conjoncture financière.

LES MOUVEMENTS INTERCALAIRES (II. LEUR EXPLOITATION.) 13

Examen des facteurs externes à court terme qui constituent ce qu'on appelle les « conditions du marché ».

Si nous considérons à nouveau l'action combinée des différents facteurs « conjoncturels » décrits dans le chapitre précédent, nous constatons que des mouvements à court terme en zigzag, « à cheval » sur la tendance moyenne, dont l'amplitude peut varier entre ± 5 % et ± 30 % ou davantage, se superposent à la tendance générale, à long terme ou à moyen terme, que celle-ci soit orientée en hausse, en baisse ou horizontalement. Bien entendu, les titres les plus spéculatifs subissent les fluctuations les plus fortes. Par conséquent, un acheteur peut, en choisissant habilement son heure, acheter 20 % meilleur marché et vendre 20 % plus cher qu'il ne le ferait en achetant à contretemps. En fait, il est aussi important pour les opérateurs à court terme d'analyser les facteurs « externes », permettant de déterminer le « moment propice » pour s'engager, que de prévoir les tendances économiques à long terme. Les placeurs à long terme doivent d'ailleurs également procéder à cette analyse afin de choisir le moment le plus avantageux pour leurs achats et pour leurs ventes.

Les placeurs à long terme auraient intérêt à suivre la tactique élémentaire consistant à acheter principalement au cours des dépressions conjoncturelles, ou, plus exactement, au moment où la courbe de l'indice des valeurs à revenu variable, après avoir fléchi pendant environ dix semaines, recommence à s'orienter à la hausse.

Les spéculateurs à court terme auraient également intérêt à acheter principalement au cours des à-coups conjoncturels — en se proposant de réaliser, sinon la totalité, du moins la majeure partie de leur portefeuille au cours du prochain « petit boom » conjoncturel.

Graphiques conjoncturels.

Si l'investisseur désire obtenir une vue cavalière des facteurs qui, dans leur ensemble, provoquent les fluctuations intercalaires généralisées, on peut lui recommander de tenir (de préférence sur du papier quadrillé au millimètre) des courbes hebdomadaires des statistiques suivantes :

1. Courbes des changes étrangers [1] dont l'évolution (sous le régime de l'étalon-or) doit se traduire vraisemblablement par des entrées ou des sorties d'or qui, à leur tour, peuvent réagir sur les pourcentages de liquidité des banques et provoquer, éventuellement, des expansions ou des contractions de crédit bancaire.

2. Une courbe des réserves nationales d'or et de devises nationales. Les oscillations, en hausse ou en baisse, de ces réserves sont susceptibles de fournir des indications sur l'évolution future de la politique de crédit bancaire.

3. Une courbe du taux de réescompte de la Banque d'Émission ainsi qu'une courbe du taux d'escompte des effets à trois mois. Une hausse ou une baisse du taux des effets par rapport au taux de la banque peut laisser prévoir, non seulement les modifications futures du taux de la Banque d'Émission, mais encore l'orientation future de la politique de crédit des banques [2].

4. Si la Banque d'Émission du pays considéré se livre à des opérations dites d'*Open Market* [3], il convient de tenir la courbe du total de ses prêts et investissements. Les variations de ces postes peuvent permettre de reconnaître les modifications apportées à la tactique d'*open market*.

5. On tiendra une courbe mensuelle de celles des émissions nouvelles qui absorbent des capitaux *frais*, mettant nettement en lumière les variations de leur total. Lorsque cette courbe s'élève au-dessus de la moyenne, il y a lieu de se tenir sur ses gardes. Lorsqu'elle se maintient nettement au-dessous de la moyenne, on peut reprendre confiance, à moins que l'arrêt des émissions n'ait

(1) Courbe des cours « parallèles » ou « noirs » en cas de contrôle des changes.

(2) En Angleterre et aux États-Unis, la banque d'émission ne se livre pas à des opérations d'escompte directes (*N. d. T.*).

(3) Opérations d'achat et de ventes de fonds d'État, ayant pour effet de faire varier la circulation monétaire et les réserves bancaires (*N. d. T.*).

pour cause une démoralisation économique profonde (1).

6. Comme, cependant, les souscriptions aux émissions nouvelles sont normalement réglées « à tempérament », il est également recommandable de tenir une « moyenne mobile » calculée sur, par exemple, dix semaines, qui enregistre un peu plus fidèlement dans leur ensemble les nouveaux appels de fonds ainsi que les anciens appels venant à échéance (1).

Digression.

Il est difficile de préciser l'ordre de grandeur des excédents ou des insuffisances de capitaux liquides qui sont susceptibles de déclencher sur la place de *Londres* un « petit boom » ou une dépression conjoncturels. On a pu estimer cependant qu'un excédent non absorbé, même s'il ne dépasse pas deux millions de livres, peut avoir pour effet d'attaquer fortement les portefeuilles des *jobbers* et de provoquer, dans l'espace de quelques semaines, une hausse de 5 % à 10 % sur la majorité des titres : et pourtant, une somme de deux millions de livres ne représente en soi qu'un pourcentage infime du montant total annuel de l'épargne nationale anglaise. (On trouvera à l'appendice C le développement complet de cette importante question.)

En d'autres termes, l'affectation de quelques millions de livres seulement peut entraîner une plus-value en capital « sur le papier » (c'est-à-dire non réalisée et d'ailleurs irréalisable) de l'ordre de plusieurs centaines de millions de livres.

Réciproquement, l'émulation du public, anxieux de prendre ses bénéfices « sur le papier » et de retirer de la bourse une somme même ne dépassant pas deux millions de livres, peut — s'il n'existe pas de nouvelles épargnes ou de nouveaux crédits bancaires disponibles et si les

(1) On doit, bien entendu, procéder à des corrections statistiques, afin de tenir compte des émissions nouvelles qui n'absorbent que très temporairement les épargnes du public, telles que : émissions pour rachat d'obligations ; émissions des sociétés de placement (*investment trusts*) ; émissions nouvelles très diluées (lorsque de gros bénéfices mis en réserve sont réincorporés dans les émissions nouvelles de sociétés anciennes), etc.

N. B. — De nouvelles émissions dont le produit est destiné à rembourser définitivement des crédits bancaires absorbent définitivement des épargnes nouvelles et se traduisent, incidemment, par une déflation de la monnaie de crédit scripturale, sauf si les banques reprêtent sans délai les fonds remboursés ou les consacrent à acquérir des valeurs de bourse, des bâtiments, etc.

professionnels ne se soucient pas de se charger de nouveaux titres — entraîner une moins-value en capital pouvant atteindre plusieurs centaines de millions de livres.

Courbes conjoncturelles (suite).

7. Il convient de tenir à jour une courbe de l'indice des valeurs à revenu variable. Celle-ci reflète le « moral» général du marché et indique si le public, dans un passé récent, s'est principalement orienté à la hausse ou à la baisse.

Une hausse qui se poursuit sans interruption pendant plusieurs mois de suite (et notamment si la courbe se rapproche de la parallèle supérieure) suggère la formation d'une position à la hausse dangereuse, édifiée à l'aide de capitaux empruntés et qui peut s'effondrer brusquement si les nouvelles politiques ou économiques deviennent défavorables.

8. Il est également désirable de tenir la courbe des fonds prêtés en report et des avances sur titres, si l'on dispose de telles statistiques.

9. Il serait également bon de tenir la courbe du volume des opérations boursières. Si ce volume est considérable, on est en droit de craindre que des positions spéculatives vulnérables aient été prises.

10. Il est également intéressant de se faire une idée de la *qualité* des nouveaux achats et des nouvelles ventes. La dernière phase d'un mouvement intercalaire à la hausse est généralement caractérisée par un gonflement des opérations portant sur les valeurs de seconde zone, alors qu'au contraire la proportion des ordres portant sur des valeurs de première qualité diminue ; au contraire, la phase initiale d'un mouvement de hausse est habituellement marquée par des achats de valeurs de premier choix, les achats de « tout-venant » ne représentant encore qu'un faible pourcentage.

J'attache, pour ma part, une importance toute particulière à cette modification graduelle du « caractère » des achats et de l'activité boursière, que l'on observe communément au début et à la fin des mouvements intercalaires « normaux ».

11. Il est également utile de tenir les courbes des indices des valeurs à revenu variable traitées sur les marchés financiers étrangers importants (par exemple, du point de vue français, Londres et New York), car les booms

et les krachs survenant à l'étranger peuvent entraîner des répercussions internationales. D'autre part, certains marchés peuvent, à certaines époques, se trouver en concurrence pour l'investissement des épargnes mondiales.

Si, par exemple, New York s'effondre, les valeurs internationales peuvent être refoulées sur Londres. Les capitaux anglais s'écouleront alors probablement à l'étranger pour régler ces achats de titres ; et les épargnes anglaises seront absorbées exactement dans la même mesure que si une poussée soudaine d'émissions anglaises nouvelles s'était produite.

De même (analogie d'ailleurs paradoxale), si New York est en boom, des capitaux peuvent également s'écouler vers les États-Unis pour exploiter la hausse boursière et le marché anglais peut souffrir de cette circonstance (1).

12. On peut également noter les taux bancaires pratiqués sur les grands marchés financiers étrangers, car leurs variations peuvent réagir, avec un décalage, sur le taux d'escompte national et elles peuvent également provoquer un renversement des courants internationaux de capitaux placés à court terme, en les éloignant du marché national ou en les attirant vers lui (1).

13. Nous recommandons aussi d'établir, hebdomadairement ou mensuellement, des courbes exprimant la situation générale de la production et des échanges. En effet, des variations dans la tendance de ces courbes peuvent se traduire par des variations dans la tendance des cours des valeurs, bien que celles-ci évoluent *habituellement* en anticipant sur les fluctuations de la production et des bénéfices.

En règle générale, les graphiques énumérés ci-dessus ne donneront pas des indications concordantes. Certaines données annonceront une hausse ; d'autres données feront prévoir une baisse. De plus, et avant tout, il existera toujours un facteur que l'on ne saurait enregistrer sur un graphique : à savoir les appréciations portées sur la situation politique qui varient sans cesse. Quoi qu'il en soit, le placeur est obligé de se contenter des moyens d'investigations limités dont il dispose pour faire tant bien que mal ses prévisions à court terme.

Cependant sa tâche lui sera considérablement facilitée s'il utilise la méthode empirique de lecture des graphiques

(1) L'institution du contrôle des changes en France et en Angleterre avait considérablement affaibli la solidarité boursière internationale. Cependant celle-ci tend à renaître progressivement (*N. d. T.*).

(qui constitue une application des lois de probabilité économique) dont on trouvera la description au chapitre XVII.

Règles générales.

Lorsqu'ils utilisent en pratique les graphiques conjoncturels, les placeurs doivent hésiter à effectuer un achat quelconque tant que l'indice hebdomadaire des valeurs à revenu variable continue à fléchir, car cette circonstance signifie que les vendeurs, dans leur ensemble, continuent à dépasser en nombre les acheteurs. Les placeurs devraient rester dans l'expectative jusqu'à ce que cet état de choses général défavorable paraisse avoir pris fin, la courbe indicielle ayant pris une allure horizontale ou s'étant redressée légèrement.

Il est en général dangereux d'acheter :

(*a*) Tant que l'or et les devises s'écoulent à l'étranger ;

(*b*) Tant que le taux des effets à trois mois continue à monter, se rapprochant ainsi du taux d'escompte officiel. (Cette hausse témoigne d'une tension croissante du crédit bancaire et peut entraîner un relèvement du taux de l'escompte ([1])) ;

(*c*) Lorsque les émissions nouvelles de valeurs mobilières pendant le dernier trimestre ont fortement dépassé la moyenne de l'année antérieure.

Les placeurs doivent également acheter avec circonspection lorsque la courbe hebdomadaire des cours des valeurs à revenu variable a été orientée à la hausse depuis dix semaines ou plus et paraît avoir atteint désormais un niveau élevé par rapport à sa « pente » moyenne apparente récente (cf. chapitre XVII). De telles hausses continues ont ordinairement pour effet, non seulement d'inciter le public à une spéculation excessive et d'affaiblir la position technique boursière, mais encore d'encourager les promoteurs de sociétés à multiplier des émissions nouvelles qui, ultérieurement, provoqueront, au moment de l'appel des fonds, une indigestion de titres et une raréfaction des liquidités ; il s'ensuivra une réaction boursière — notamment sur les groupes de titres surévalués par la spéculation.

Politique préconisée.

La méthode à suivre consiste donc, en premier lieu, à analyser les quatre principaux facteurs conjoncturels

([1]) Rappelons que l'auteur raisonne sur les conditions des marchés monétaires de Londres et de New York (*N. d. T.*).

(à savoir : le « moral » boursier, la position bancaire, les mouvements des capitaux étrangers et les variations du montant des émissions nouvelles), puis à juger si la situation nette apparaît, en gros, comme favorable ou défavorable. Lorsque l'on se sera formé une opinion personnelle à cet égard, on décidera d'attendre pour agir que la courbe des valeurs à revenu variable (laquelle révèle comment le public, entité distincte de l'opérateur, réagit aux conditions fondamentales) ait commencé à changer de direction et à s'orienter à la hausse. On se trouvera bien d'agir rarement en sens contraire de la tendance courante de cette courbe qui traduit l'opinion générale du marché. Les « points de rebroussement » constituent le meilleur guide que puisse suivre un opérateur. Il convient, en principe, de ne jamais aller à contresens de la tendance générale boursière.

On trouvera d'autres indications sur l'art d'utiliser cette courbe dans le chapitre consacré à la lecture des graphiques (chapitre XVIII).

Ce qu'il faut vendre au cours des conjonctures défavorables.

Faut-il, ou non, réaliser des titres lorsque la conjoncture boursière apparaît comme défavorable? La réponse à cette question varie, évidemment, selon qu'il s'agit d'un placeur à long terme ou d'un placeur à court terme. Cependant, voici quelques principes qui peuvent être utiles si l'on a quelque hésitation à cet égard.

Lorsqu'une conjoncture devient défavorable, il n'est pas nécessaire, en général, de liquider en bloc son portefeuille. Néanmoins, la vente de certaines catégories de valeurs paraît particulièrement indiquée, à savoir :

1. *Valeurs à « perspectives lointaines »*, c'est-à-dire celles dont les cours ont été poussés jusqu'à atteindre 30 fois les derniers *bénéfices* publiés (sinon davantage), sans qu'il y ait beaucoup de chances pour que ce cours corresponde, dès le prochain exercice, à un taux de capitalisation des *bénéfices* de l'ordre de 5 %.

2. *Valeurs à grande amplitude de cours*, c'est-à-dire celles dont les cours oscillent habituellement très fortement, en hausse ou en baisse, pendant chaque va-et-vient intercalaire. Si ces titres ont monté beaucoup plus que l'ensemble des valeurs et si c'est là une de leurs caractéristiques normales, il est généralement prudent de les réaliser lorsque la situation conjoncturelle commence à paraître inquiétante.

3. Celles des *Valeurs à marché étroit* qui ont fortement monté. Quand une réaction s'amorce, il devient difficile de vendre des valeurs à marché étroit et des ventes de faible montant peuvent entraîner des baisses brutales. Il est donc généralement recommandable de songer à réaliser de telles valeurs pendant que la Bourse est encore résistante et avant que la position technique ait commencé à s'affaiblir dangereusement.

4. *Valeurs acquises en vue de spéculations intercalaires à court terme* (« *coups de fusil* »). Si le placeur a acquis des valeurs en vue d'exploiter une hausse à court terme, il ne doit pas s'écarter de son plan ni de ses intentions primitifs et il doit réaliser dès que la hausse est intervenue et dès que la situation du marché paraît devenir dangereuse.

5. *Valeurs acquises avec des capitaux empruntés.* Il est dangereux de conserver des titres acquis avec des capitaux empruntés lorsque la Bourse paraît se rapprocher du plafond d'une hausse conjoncturelle.

6. *Valeurs qui se sont mal comportées.* Il est également parfois prudent de vendre les valeurs qui se sont mal tenues au cours du dernier mouvement de hausse générale. Une telle anomalie donne en effet lieu de craindre un effondrement brutal de ces titres pendant la période d'affaiblissement ultérieur.

Ce qu'il ne faut pas vendre.

En sens contraire, on peut normalement conserver les catégories de valeurs suivantes, pourvu qu'on ne les ait pas acquises avec des capitaux empruntés :

1. Valeurs acquises en vue d'exploiter un mouvement prolongé, à moins qu'elles n'aient progressé très rapidement et qu'elles soient devenues la proie d'une spéculation frénétique.

2. Valeurs bon marché, offrant des perspectives intéressantes et dont le taux de capitalisation des *bénéfices* est élevé.

3. Valeurs à oscillations de faible amplitude, c'est-à-dire celles qui, normalement, n'éprouvent pas de fortes fluctuations au cours des conjonctures successives.

4. Valeurs délaissées, sur lesquelles aucune position à la hausse ne s'est formée, mais dont les perspectives industrielles apparaissent toujours comme favorables.

5. Valeurs pour lesquelles le placeur, bien renseigné, prévoit, dans un délai prochain, de bonnes nouvelles (inattendues) que le public ne paraît pas soupçonner

(car les bonnes nouvelles auxquelles le public s'attend sont, normalement, largement escomptées à l'avance).

6. Valeurs dont la courbe des bénéfices est fortement ascendante, mais dont le taux de capitalisation des *bénéfices* continue à rester raisonnable. Il est rare que de telles valeurs rétrogradent appréciablement au cours des réactions conjoncturelles.

7. Valeurs qui apparaissent comme sûres, à s'en tenir au graphique de leurs cours. Cependant, si ces titres sont fortement surévalués, il est généralement prudent de les réaliser, même si leur courbe a bon aspect et si leurs perspectives à long terme semblent favorables.

8. Il est habituellement assez judicieux de convertir en liquidités la moitié de son portefeuille lorsqu'une conjoncture, ayant atteint son plafond, paraît prendre mauvaise tournure et si les valeurs paraissent, dans leur ensemble, surévaluées.

Quand doit-on agir ?

C'est un problème difficile que de fixer le moment où l'on doit procéder à des réalisations. Néanmoins, il est normalement judicieux de se préparer à vendre :

(*a*) Quand presque tous les compartiments du marché ont participé à la hausse (mais, en règle générale, on doit s'attendre à ce que le public ne s'intéresse pas à certains de ces compartiments).

(*b*) Quand l'activité boursière est largement commentée dans les journaux à grand tirage et fait l'objet d'articles en première page : quand un tel phénomène se renouvelle plusieurs jours de suite, on doit habituellement le tenir pour un indice d'exagération spéculative et de danger technique. (A la Bourse, il faut de la compagnie, mais pas trop n'en faut.)

Comme, cependant, les marchés haussiers sont capables de se porter aux extrêmes et comme il est rationnel de s'habituer à couper les pertes et à laisser se développer les bénéfices, on peut recommander, généralement parlant, d'attendre pour agir que le marché ait donné lui-même le signal : nous voulons dire d'attendre que la courbe des cours orientée à la hausse ait commencé à s'écarter de sa « piste » récente de montée en zigzags et à s'infléchir vers le bas. Nous reprendrons au chapitre XVII, consacré à la lecture des graphiques, ce sujet que nous ne pouvons développer à cette place.

14 SPÉCULATION A COURT TERME OU SPÉCULATION A LONG TERME

Introduction.

Après avoir établi dans quelle mesure les cours des valeurs sont affectés :

(*a*) Par les mouvements principaux et les taux d'intérêt à long terme ;

(*b*) Par les bénéfices industriels réalisés ;

(*c*) Par la confiance et par l'engouement du public (1) ;

(*d*) Par les facteurs conjoncturels ;

il y a lieu d'examiner comment on peut tirer parti, pour les monnayer, de ces différentes variables.

Vaut-il mieux opérer à long terme ou à court terme ?

La première question qui se pose est celle de savoir s'il vaut mieux faire des opérations de portefeuille à long terme (par exemple, se prolongeant trois ans ou davantage) ou des opérations de spéculation à court terme (à trois mois, par exemple).

L'analyse des cours des actions dans le passé montre que les hausses, entre le point le plus bas et le niveau le plus élevé, atteignent, pour la plupart des compartiments, une amplitude qui dépasse ordinairement 300 %. Si donc ces hausses se développent sur une période d'environ six années, le capitaliste peut réaliser, en chiffres ronds, une plus-value en capital annuelle et cumulative de 25 % (2).

Si, d'autre part, on jette un coup d'œil sur la courbe d'une valeur quelconque, tout au long de son évolution au cours d'une poussée de hausse prolongée, il apparaît avec évidence que la somme des hausses secondaires (« crochets » de hausse) est considérablement supérieure à l'écart qui sépare le point le plus bas du point le plus élevé. On pourrait donc concevoir, à première vue, que l'on aurait plus de profit à multiplier les opérations d'aller

(1) Les manipulations sont traitées au chapitre XXXVIII.
(2) Cent unités à 25 % représentent cumulativement 305 unités au bout de cinq ans et 381 unités au bout de six ans.

et retour qu'à suivre une politique de placements à plus long terme. Mais en pratique il n'en va pas forcément ainsi.

Il faudrait tomber juste à la fois pour la vente et pour le rachat.

En premier lieu, les oscillations à court terme dépassent rarement 20 % : si l'on manque les maxima et les minima, par exemple à 5 % près dans chaque cas, et si l'on évalue à 6 % environ les frais d'achat et de vente [1], le bénéfice net ne ressort plus qu'à 4 %.

Par conséquent, réussir en matière de spéculation à court terme n'est aucunement, en pratique, une tâche aussi facile qu'il pourrait le sembler à première vue. A moins que l'on ne soit exceptionnellement habile ou heureux, on doit considérer le système de la mise en portefeuille à long terme comme incontestablement plus sûr et ordinairement beaucoup plus profitable. Néanmoins, si les placeurs veulent tirer le meilleur parti de leurs capitaux et s'ils ont le loisir d'analyser les influences à court terme, ils doivent certainement tenter d'exploiter, *dans une certaine mesure*, les fluctuations à court terme et autres oscillations conjoncturelles qui affectent les valeurs pour les raisons externes. Nous nous trouvons donc, en quelque sorte, placés en présence d'un dilemme.

De toute évidence, un système d'opérations d'aller et retour à court terme, appliqué *à l'ensemble* des valeurs d'un portefeuille, à l'occasion de chaque conjoncture boursière successive, doit presque nécessairement échouer pour la simple raison que, si l'on examine dans le passé les courbes indicielles des cours des valeurs anglaises à revenu variable, on trouve qu'il est rare que l'amplitude d'un mouvement conjoncturel dépasse de beaucoup 7 %. (Ce pourcentage ne vaut pas pour le marché américain.) Et comme les frais de ces opérations d'aller et retour absorbent environ 6 % (en Angleterre), on ne peut en tirer qu'un profit bien mince.

Il importe, toutefois, de faire état des données suivantes. Une hausse de l'indice général atteignant 7 % peut être la résultante de ce que la moitié des valeurs a progressé de 14 % ; ou encore il a pu advenir que la moitié des valeurs, par exemple, n'a pas varié alors que l'autre

(1) L'auteur raisonne ici sur les courtages appliqués sur la place de Londres (*N. d. T.*).

moitié des valeurs a baissé de 7 % et que l'autre moitié a monté de 21 % ; ou qu'un tiers des valeurs a baissé de 7 %, un autre tiers ne variant pas et le troisième tiers progressant de 28 %. Si donc l'on parvenait, au cours de chaque conjoncture, à choisir les valeurs oscillant le plus largement, on pourrait réaliser des profits appréciables.

On doit faire état des fausses manœuvres.

Néanmoins, si l'on considère le problème sans s'abandonner à l'optimisme, on trouve qu'aucun système de spéculation à court terme ne paraît valoir la peine d'être mis à l'épreuve, à moins que l'on n'ait une chance de réaliser sur son capital un profit net de 10 % au minimum (soit de 100 points sur un capital de 1.000).

Cependant aucun spéculateur à court terme ne peut raisonnablement espérer tomber juste 100 fois sur 100. En fait, nous admettons tout au long de cet ouvrage qu'une proportion de 70 % de succès constitue un *optimum* raisonnable.

Si donc il est quasi certain que, sur dix valeurs sélectionnées, trois d'entre elles causeront des déboires, en baissant de 15 %, par exemple, il en résultera une perte brute de 45 points. Les frais d'aller et retour sur les dix valeurs ressortiront en outre, pour chacune d'entre elles, à 3 % (au minimum), soit 30 points dans l'ensemble.

Les pertes et les frais s'élèveront donc au total à 75 points.

Mais, comme il faut réaliser 100 points de profit *net* pour obtenir un bénéfice de 10 % sur les 1.000 points du capital, il serait nécessaire de réaliser 175 points de bénéfice *brut* sur les 7 valeurs restantes donnant des satisfactions, soit 25 % sur chacune d'entre elles. Or, ils sont rares les opérateurs à court terme qui peuvent raisonnablement espérer réaliser en trois ou quatre mois, par exemple, sept hausses de 25 % sur dix valeurs choisies par eux. Du point de vue mathématique, par conséquent, aucun système d'opérations à court terme n'apparaît comme très séduisant.

D'un autre côté, conserver avec obstination des titres, sans se préoccuper du fait qu'ils peuvent passagèrement devenir grossièrement surévalués en raison de poussées de hausse intercalaires, c'est laisser échapper des chances de bénéfices que l'on pourrait s'assurer grâce à une mobilité plus grande.

Aussi le programme idéal consiste-t-il, vraisemblable-

ment, à adopter un *compromis* entre les deux méthodes que nous venons de décrire et à suivre un système impliquant, *si cela est nécessaire*, la conservation des titres en portefeuille pour une période un peu plus prolongée que la période conjoncturelle normale et cependant nettement plus courte que la durée d'une expansion prolongée.

Politique préconisée.

Le système que nous suggérons consiste à n'acheter que dans les périodes de dépression conjoncturelle et à accepter de conserver, *en cas de besoin*, les titres en portefeuille pendant dix-huit mois ou davantage — afin de donner aux valeurs une chance raisonnable de réaliser finalement une plus-value substantielle (et afin d'encaisser ainsi des bénéfices correspondant, probablement, à trois hausses conjoncturelles successives) — tout en ayant, néanmoins, l'intention bien arrêtée de prendre des bénéfices intéressants si, dans l'intervalle, l'engouement du public ou les facteurs conjoncturels ou certaines manipulations provoquent d'aventure une hausse des titres jusqu'au point où ils apparaissent comme surévalués.

Nous estimons que cette méthode (à savoir, être préparé à attendre *en cas de besoin* pendant deux ans, par exemple) est celle qui permet à l'opérateur d'augmenter le plus rapidement son capital. Les gens trop pressés réalisent rarement des plus-values aussi rapides (1).

Nous ajouterons que, toutes les fois que l'on vend des titres après une hausse conjoncturelle, on doit normalement être prêt à laisser s'écouler plusieurs mois avant de réinvestir ses capitaux. Être capable d'attendre avec des capitaux inemployés jusqu'à ce que la reprise se dessine à nouveau après la *prochaine* dépression conjoncturelle, c'est donner l'une des preuves les plus hautes de maîtrise de soi et de fermeté de caractère en matière de placements.

Quand on se livre à des opérations à court terme, on a rarement raison de réinvestir ses disponibilités immédiatement après avoir vendu. Normalement, les périodes favorables à l'achat et les périodes favorables à la vente ne coïncident pas.

(1) Voir au chapitre XX les développements consacrés aux remisiers et coulissiers « agressifs ».

15 MISES ET ORDRES « STOP »

Adoptez un système mathématique.

La mathématique élémentaire des opérations sur valeurs mobilières constitue un autre facteur important de succès pour tous les types de placement — tout à fait indépendamment de l'art spécial des prévisions. Le fait d'être un bon prophète ne garantit pas automatiquement la réussite : encore faut-il être un opérateur scientifique.

Nous avons déjà indiqué qu'aucun placeur ne peut sérieusement espérer avoir raison dans ses choix beaucoup plus souvent que sept fois sur dix, car les plans même les mieux conçus peuvent mal tourner. Malheureusement, personne ne peut connaître à l'avance quels seront les trois échecs que l'on est destiné à essuyer sur dix expériences.

La première chose, par conséquent, que doive faire un placeur, c'est d'adopter un système qui lui garantira un bénéfice net, pourvu qu'il tombe juste pour la *majorité* de ses achats. Or, insistons sur ce point, un tel bénéfice ne sera pas *automatiquement* assuré par le simple fait que le placeur aura eu raison plus souvent qu'il n'aura eu tort. Deux facteurs peuvent en effet se conjuguer pour causer une perte nette à l'opérateur, même s'il est tombé juste en moyenne, à savoir :

(*a*) Ne pas avoir de système de prises de pertes ajusté au système de prises de bénéfices ;

(*b*) Ne pas équilibrer correctement ses « mises ».

N. B. — Bien que nous usions du terme commode de « mises » ou d' « enjeux » nous tenons à ne pas donner par là l'idée qu'il s'agisse d'un jeu de hasard.

Les systèmes de prises de pertes et de prises de bénéfices doivent s'harmoniser.

En ce qui concerne les systèmes de prises de pertes et de prises de bénéfices, on sait que les placeurs, en majorité, (souvent d'ailleurs conseillés dans ce sens par les inter-

médiaires) happent volontiers leurs bénéfices, mais laissent courir leurs pertes. En conséquence, la plupart d'entre eux détiennent tel paquet de titres qui ont pu valoir naguère des centaines de livres, mais qui ne valent plus désormais que quelques shillings. Ces pertes sont toujours l'aboutissement de plans bien conçus, mais qui ont mal tourné, d'une façon inattendue. Dans bien des cas, les pertes essuyées sur tel ou tel placement excèdent les profits réalisés sur de nombreuses autres ventes.

Pour se prémunir contre ce risque, il y a lieu, si fortement convaincu que l'on puisse être de l'avenir heureux des valeurs que l'on achète, de décider à l'avance que l'on ne perdra jamais sur une valeur donnée, et quelles que soient les circonstances, une somme supérieure à un chiffre déterminé. On s'efforcera en outre d'éviter que des pertes éprouvées sur un placement quelconque puissent jamais dépasser les bénéfices que l'on espère retirer d'un autre placement. En conséquence, le placeur prudent donnera l'ordre à son intermédiaire de « limiter ses pertes », c'est-à-dire de vendre dès que le cours du titre tombera à un certain niveau (ordre *stop*).

Or, voici au contraire ce qui advient fréquemment au placeur moyen qui vient d'acheter dix actions différentes :

Sept actions montent, par exemple, à raison de 15 % en moyenne et laissent un bénéfice de 105 points.

Trois actions baissent à raison de 40 % en moyenne et causent une perte de 120 points.

Résultat final : une perte, *bien que* l'on ait eu raison sept fois sur dix.

Le point à retenir, c'est que, mathématiquement parlant, si l'on réalise les petits profits, il est essentiel de réaliser également les petites pertes. Il est ruineux de rafler les petits profits et de laisser courir les pertes. On doit adopter des systèmes complémentaires de prises de bénéfices et de prises de pertes.

Les opérateurs à long terme, qui visent des bénéfices pouvant atteindre 50 % ou davantage, peuvent, semble-t-il, passer des ordres *stop* (de limitation des pertes) comportant une forte marge de baisse : 30 % ou davantage.

Il est essentiel d'appliquer un système de prises de pertes rigoureux.

Au contraire, les opérateurs à court terme, qui visent des profits de l'ordre de 20 % seulement, *doivent* passer

des ordres *stop* (de limitation des pertes) comportant des marges de baisse relativement étroites.

Il va de soi qu'adopter un pourcentage fixe et rigide de perte sur *une* valeur isolée, sans faire état de ses perspectives, serait exactement aussi irrationnel que d'adopter un pourcentage immuable de profit sans tenir compte des mêmes perspectives.

Mais si l'on investit ses capitaux dans une série de titres — après avoir délibérément réparti ses risques sur plusiers valeurs, au lieu de les bloquer sur une seule — il importe d'adopter, pour l'ensemble du portefeuille, un système scientifique de nature à empêcher qu'une perte essuyée sur l'une quelconque de ces valeurs puisse balayer les bénéfices susceptibles d'être réalisés sur quatre ou cinq autres valeurs, par exemple. Le traitement correct à appliquer aux pertes pouvant affecter telle ou telle valeur d'un portefeuille varié peut donc différer de celui qui conviendrait à la même valeur, si elle constituait un placement isolé. Notre thèse, c'est que, si les risques sont répartis de propos délibéré sur, disons, dix valeurs (de telle sorte que même une perte totale subie sur l'une de ces valeurs ne puisse jamais entraîner une perte supérieure au dixième du capital global), on doit consolider ce système de protection par un système de prises de pertes rigoureux, afin d'éviter que quelques choix malheureux puissent annuler la totalité des profits réalisés sur un grand nombre des autres valeurs.

Certes, il est psychologiquement difficile de se résoudre à vendre en baisse, au moment précis où l'on éprouve invariablement le sentiment qu'une reprise est plus que probable. Cependant, à la longue, si l'on veut appliquer une méthode rationnelle de placements, il est essentiel d'adopter un système rigide de prises de pertes.

Toute valeur, si bonne qu'elle puisse vous paraître (or vous n'êtes jamais complètement renseigné sur une société donnée ni sur les facteurs conjoncturels), peut baisser de 50 %, soit rapidement, soit par transitions insensibles, même si les administrateurs passent à la fois pour habiles et honorables et si toutes les apparences sont encourageantes et normales. Le premier devoir de tout placeur, par conséquent, c'est de s'assurer qu'un tel désastre ne puisse lui arriver *en aucun cas*.

Si les placeurs consolident leurs pertes sans tarder, ils peuvent, normalement, laisser les bénéfices « se faire » d'eux-mêmes. Il est d'ailleurs aisé de rattraper de petites

pertes : mais les grosses pertes sont difficiles à récupérer.

Montant à investir dans chaque valeur.

Le point suivant à considérer, en matière de placement, est celui des « mises ». Lorsqu'il s'agit de valeurs comportant des risques approximativement équivalents, les mises devraient être également approximativement équivalentes.

Cependant la plupart des placeurs essayent, tout à fait rationnellement, mais, dans une certaine mesure, à tort, d'évaluer les risques à l'avance, puis font varier leurs mises en conséquence. Il s'ensuit qu'un individu, après mûre réflexion, placera 2.000 sur une action en laquelle il aura confiance et £ 200 seulement sur telle autre valeur qui lui aura inspiré quelques doutes. Or, c'est toujours l'inattendu qui arrive et, dans bien des cas, les valeurs au sujet desquelles on aura eu le plus de doutes seront celles qui monteront le plus tôt et le plus vite, alors que celles en lesquelles on avait le plus de confiance baisseront rapidement et sans tarder. Ainsi, en dépit du fait que sept sur dix des choix effectués auront été heureux, les trois valeurs en baisse peuvent, malencontreusement, être précisément celles sur lesquelles on est le plus fortement engagé.

Le résultat peut être le suivant :

Sept profits de, par exemple, 50 % sur 7 × £ 200 (1.400 £) = £ 700.

Trois pertes de, par exemple, 15 % sur 3 × £ 2.000 (6.000 £) = £ 900.

Solde net : une perte de £ 200, bien que, à l'expérience, l'on ait été brillamment inspiré dans ses choix.

Certes, il est tout à fait rationnel de faire varier le montant de ses mises lorsqu'il s'agit, par exemple, de rentes sur l'État, pour une part, et de valeurs minières purement spéculatives, pour une autre part. Mais si l'on considère les actions ordinaires de haute qualité dans leur ensemble, il apparaît que les mises devraient être à peu près égales.

Une règle commode pour fixer les mises dans les cas *douteux* consiste à décider que l'on ne perdra jamais, dans une circonstance quelconque, davantage qu'un pourcentage déterminé de son capital (par exemple 2 %, soit £ 100 si le capital est de £ 5.000) sur une seule valeur ou sur un groupe homogène de valeurs (tel que celui des étains), puis d'adapter en conséquence les mises

et les ordres *stop* (de limitation des pertes). Si l'on croit que ces mises peuvent être relevées sans inconvénient, il faut alors réduire les marges de perte jusqu'à la somme que l'on s'est fixée, soit, par exemple, £ 100. En sens contraire, si l'on estime que l'on doive prévoir des marges de perte plus larges, il convient de réduire les mises en proportion. Cependant les marges de perte ne devraient qu'exceptionnellement dépasser 20 % (ou tomber au-dessous du triple des frais d'achat-vente, en Angleterre).

Le tableau suivant peut servir à guider les placeurs en ce qui concerne leurs mises et leurs ordres *stop* (de limitation des pertes) :

Qualité du titre (défini dans la colonne suivante).	Maximum de la dépréciation que l'on suppose pouvoir survenir dans les 6 mois.	Mise.	Perte maximum
—	—	—	—
		£	£
A	10 %	1.000	100
B	20 %	500	100
C	33 1/3 %	300	100
D	50 %	200	100

Passez des ordres *stop* (de limitation des pertes) qui soient exécutables dès que votre perte atteindra environ £ 100.

Répartissez de préférence vos disponibilités entre dix valeurs ou davantage.

N. B. — Si vous adoptez simultanément plusieurs plans d'achat basés sur les principes différents, allouez une proportion déterminée de votre capital à chacun de ces plans et appliquez à chacun d'entre eux un système adéquat de répartition des mises et de prises de pertes et de bénéfices.

Récapitulation.

En résumé : il ne suffit aucunement d'avoir raison plus souvent que tort dans ses choix, bien que ce soit déjà difficile. Encore faut-il adopter un système méthodique de répartition des mises et de rédaction des ordres *stop* de limitation des risques, système qui soit de nature à garantir, presque à coup sûr, un profit net, pourvu que l'on ait eu, dans l'ensemble, la main heureuse en choisissant les valeurs.

N'essayez pas surtout d'introduire des « raisonnements » économiques dans les systèmes mathématiques que vous

avez adoptés — ceci pour la raison très simple que l'application de règles mathématiques rigides (par exemple, en ce qui concerne les pertes) n'a pas d'autre objet que de faire de vous un « gagnant » *en dépit* de vos erreurs occasionnelles de raisonnement « économique ». N'essayez donc pas d'épicer votre méthode mathématique éprouvée avec des doses supplémentaires de raisonnement faillible. Certes, on est toujours fortement tenté d'agir de la sorte : mais gardez-vous soigneusement de succomber à cette tentation. Ayez assez de force d'âme pour abandonner vos espoirs et pour vendre les valeurs qui baissent, même si elles *continuent* à vous attirer. C'est là une règle mathématique qui *doit* être appliquée par les préviseurs « économiques » en matière de placements *rationnels*.

Toute valeur à revenu variable peut soudainement baisser de 50 %. Ne vous risquez jamais à perdre cette éventualité de vue.

16 LES ORDRES « STOP » EN ANGLETERRE ET EN FRANCE

Pour judicieux que soit en théorie le système des ordres *stop* (qui donc ne regrette pas de ne pas en avoir fait usage en 1929 ?), on doit reconnaître qu'en pratique il ne donne pas toujours satisfaction à la plupart des intermédiaires : ce système soulève en effet, au point de vue surveillance et exécution, de sérieuses difficultés techniques et les prix obtenus pour les titres vendus risquent de provoquer des frictions avec les clients, à moins que ceux-ci ne soient parfaitement familiarisés avec toutes les particularités des opérations boursières.

En Amérique, les ordres *stop* (de limitation des pertes) sont généralement exécutés à des cours très voisins de ceux fixés par les clients, notamment lorsqu'ils portent sur les valeurs directrices du marché. Mais en Angleterre de nombreuses difficultés surgissent que nous nous proposons d'examiner brièvement ci-après.

Une limite d'ordre *stop* (vente) ne peut être atteinte que si le marché baisse. Or, la baisse du marché démontre à elle seule que les *jobbers* (que l'on peut assimiler aux « spécialistes » américains et, dans une certaine mesure, aux « professionnels » du marché de Paris) détiennent déjà davantage de titres qu'ils ne souhaitent en conserver. Par suite, les intermédiaires doivent nécessairement se heurter à des difficultés lorsqu'ils s'efforcent d'inciter les *jobbers* à se charger davantage.

On s'imagine communément que les *jobbers* « annoncent » toujours en Bourse deux cours distincts, à savoir : un cours d'achat et un cours de vente (par exemple, 20 s. et 21 s.).

En fait, les *jobbers*, à un moment donné, n'offrent et ne demandent jamais simultanément des titres. A strictement parler, la notion d'un cours d'achat et d'un cours de vente fixes et définis n'existe pas pour les *jobbers* travaillant sur un compartiment donné. Ces deux chiffres n'étant pas fixes, il n'existe pas non plus de cours moyen précis.

Bien entendu, un client désireux de limiter à 20 % sa perte éventuelle sur des titres achetés 20 s. voudrait être assuré de pouvoir obtenir exactement 16 s. en réalisant, le cas échéant, ces titres. Mais un intermédiaire, en présence d'un marché orienté à la baisse, est hors d'état de savoir à quel moment les titres sont demandés à 16 s. exactement. Sur un tel marché, les *jobbers* « annoncent » seulement leurs cours offerts et si un *jobber* annonce qu'il est disposé à vendre à 16 s. 6 d., c'est seulement par un raisonnement purement intuitif que l'intermédiaire est conduit à supposer que le cours d'achat du *jobber* doit s'élever à 16 s. Or, il se peut que ce cours d'achat soit effectivement de 16 s. 1 1/2 d. Dans ces conditions, aucun intermédiaire ne serait fondé à « bazarder » les titres de son client pour 16 s. seulement (alors qu'il aurait pu en obtenir 16 s. 1 1/2 d.). Mais, si l'intermédiaire ne fait pas une conjecture de ce genre, il se peut que le prochain cours annoncé par les *jobbers* soit de 16 s. 4 1/2 d. offert et que la meilleure demande qui puisse être obtenue atteigne seulement 15 s. 9 d., par exemple. Par conséquent, pour ne pas avoir réalisé les titres à 16 s. 1 12 d., l'intermédiaire aura fait supporter à son client une perte supplémentaire de 4 1/2 d.

Et pourtant, si l'intermédiaire avait vendu les titres à 16 s. 1 1/2 d. et si les cours, au lieu de continuer à baisser, étaient immédiatement remontés, le client lui aurait (peut-être) reproché d'avoir vendu arbitrairement (pour encaisser son courtage) avant que la limite fixée ait été effectivement atteinte.

Pour ce motif, aucun intermédiaire ne garantit la réalisation d'un cours de vente précis et la plupart des intermédiaires n'acceptent pas d'ordres *stop* (vente) basés sur les cours d'achat pratiqués sur le marché.

De plus, à ma connaissance, la plupart des intermédiaires n'acceptent pas d'ordres *stop* de vente basés sur les cours moyens. Le cours moyen est en effet purement conjectural : si donc le client tient pour erronée la conjecture de l'intermédiaire, ce qui peut arriver si les cours se mettent à remonter subitement, il peut être amené à réclamer une explication — qui, par la force des choses, ne saurait être satisfaisante et laissera subsister une impression fâcheuse dans l'esprit dudit client. Peut-être même l'intermédiaire encourra-t-il une responsabilité « juridique » pour avoir agi prématurément.

Aussi la plupart des intermédiaires n'acceptent-ils

d'établir la ligne de démarcation dès limites de vente que sur la base des cours de vente annoncés par les *jobbers.* Ils exigent que l'ordre soit passé sous la forme suivante : « Vendez quand le marché est vendeur à tant de shillings. »

Cependant, même dans ce cas, le client qui passe un ordre de ce genre doit bien comprendre la nature de l'opération envisagée. Si le marché est vendeur à 16 s., il ne se trouvera évidemment pas d'acheteurs pour traiter, sinon à un cours inférieur, c'est-à-dire au-dessous de 16 s. Un client qui passe un ordre *stop* (vente) libellé « vendez quand le marché est vendeur à tant » doit donc, s'il désire recevoir 16 s., tenir compte de la marge normale que se réserve le *jobber* (légèrement majorée en raison du fait que, sur un marché orienté à la baisse, la différence entre les cours d'achat et les cours de vente déclarés par les *jobbers* tend habituellement à s'élargir). Par conséquent, le client qui désire obtenir environ 16 s. pour ses titres doit passer un ordre sur la base, disons, de « 16 s. 9 d. offert ».

Néanmoins, en dépit de cette précaution, il est possible que l'intermédiaire n'arrive pas à obtenir 16 s. pour les titres. S'il s'agit, par exemple, d'une action de société minière et si un tremblement de terre est annoncé pendant la nuit, les titres qui avaient clôturé la veille à environ 16 s. 9 d. offert ouvriront le lendemain à 14 s. offert, si bien que la meilleure demande pouvant être obtenue en Bourse ne dépassera pas 10 s. à 12 s. Par suite, un client qui désirait limiter à 20 % sa perte sur des titres acquis 20 s. peut, si de mauvaises nouvelles sont soudainement diffusées, éprouver une perte de près de 50 % si son intermédiaire vend « au mieux », conformément aux instructions reçues d'après lesquelles il doit réaliser dès que les titres ont baissé en Bourse jusqu'à atteindre le cours de 16 s. 9 d. offert ».

En raison de ce risque et en raison du fait qu'un ordre *stop* de limitation des pertes implique que l'intermédiaire réalisera « au mieux » dès que le marché se portera vendeur au cours fixé ou à un cours inférieur, il est recommandable pour le client de déterminer des limites inférieures au-dessous desquelles l'intermédiaire ne doit pas vendre (après que le marché aura atteint le cours 16 s. 9 d. offert) sans en référer à nouveau à son client.

On pourrait, par exemple, libeller comme suit l'ordre *stop* de limitation des pertes : « Vendez mes actions X Y Z, achetées à 20 s., quand les cours tomberont à 16 s. 9 d.

offert ; cependant *ne* vendez *pas* si le meilleur cours susceptible d'être obtenu devient égal ou inférieur à « 13 s. 9 d. »

Je recommande, pour ma part, ce libellé d'ordre comme me paraissant le plus raisonnable. Un client évitera ainsi de « prendre » à l'improviste une perte de 50 %, alors qu'il n'entendait prendre qu'une perte de 20 %.

En fait, et bien que les intermédiaires soient disposés à faire de leur mieux pour veiller à ce que les ordres *stop* (vente) soient correctement exécutés, aucune maison de courtage n'est assez importante pour entretenir sur tous les points de la bourse des commis spécialisés chargés de suivre les variations de cours incessantes des 5.000 titres cotés sur le marché de Londres. Certes, une telle maison peut aviser les différents *jobbers* qu'elle est probablement prête à négocier des titres à environ un certain cours spécifié (sans préciser d'ailleurs si elle est preneur ou donneur à ce cours). En pareil cas, le *jobber* téléphonera (probablement) à l'intermédiaire quand le cours coté aura fléchi jusqu'à proximité du chiffre indiqué. Mais aucun intermédiaire ne peut garantir que le *jobber* agira de la sorte, ni se permettre de poster des commis en nombre suffisant pour surveiller les cours de tous les titres.

Aussi les intermédiaires prudents se bornent-ils à déclarer qu'ils « feront de leur mieux » et déclinent-ils en règle générale toute responsabilité en matière de vente à un cours spécifié ou même d'exécution des ordres *stop* qui leur sont remis. Les commis, bien entendu, font pour le mieux : mais les clients doivent saisir nettement que de tels ordres sont acceptés seulement sur la base « quand le marché est vendeur à un certain cours » et « sans aucune responsabilité juridique ou morale ».

En pratique, beaucoup d'intermédiaires anglais, en raison des difficultés que nous venons d'exposer, se refusent absolument à accepter des ordres *stop*, tout en étant d'ailleurs disposés (sans responsabilité de leur part) à prévenir leurs clients dès que certains cours vont être atteints en baisse.

LES ORDRES STOP SUR LE MARCHÉ DE PARIS

Un ordre *stop*, si l'on nous passe une expression familière, est un ordre de vente ayant pour objet « d'arrêter

les frais » dès que les cours atteignent en baisse un certain cours.

Le donneur d'un ordre *stop* (expression que l'on pourrait franciser en *ordre d'arrêt*) se tient, en quelque sorte, le raisonnement suivant : « J'admets très bien que telle valeur, mise par moi en portefeuille, baisse (par exemple) de 10-15-20 %. Cependant, si elle en arrivait à fléchir de 25 %, je préférerais « en sortir », coûte que coûte, et être l'un des premiers à la vendre dès que ce niveau de baisse aurait été atteint. Comme la Bourse est le royaume de l'imprévu et qu'il advient fréquemment qu'une valeur s'effondre en une ou deux séances, sans avertissement préalable, je passe dès aujourd'hui un ordre *stop* à mon intermédiaire qui devra, si le cours tombe à X... francs, vendre immédiatement au mieux. »

On lit dans la *Gestion des Fortunes Mobilières* de Marcel Cavelier (1re éd., p. 314) le passage suivant :

« *Ordres stop à terme.* — Certains spéculateurs prudents estimant, s'ils sont acheteurs à terme, que, dès que les cours baissent au-dessous d'une certaine limite, il ne s'agit plus d'une réaction temporaire, mais d'une baisse profonde plus ou moins durable, qui a des chances de s'accentuer plus ou moins rapidement et d'amener des liquidations volontaires ou forcées, ont l'habitude de toujours laisser des « ordres stop » (littéralement : ordres d'arrêt) pour limiter leur perte.

« Si, par exemple, l'action *India Sugar*, dont ils sont acheteurs à terme, cote aux environs de 1.600 francs, ils laisseront un ordre de vente environ 100 francs plus bas, qu'ils libelleront ainsi : « Révocation. Vendez stop cinquante *India Sugar* 1.499 .»

Aussi longtemps que les cours se tiendront au-dessus de 1.499 l'agent de change n'aura rien à exécuter, mais, dès que le cours de 1.500 cessera d'être demandé pour être offert, son ordre stop l'obligera à offrir à 1.499 et même plus bas jusqu'à ce qu'il trouve preneur.

« Cette clause de sécurité rendra souvent de grands services et évitera des pertes disproportionnées avec les chances de bénéfices.

« Elle sera quelquefois — mais rarement — néfaste dans le cas où les cours, après une baisse profonde et éphémère, reprendraient vigoureusement.

« De même, un vendeur à découvert limitera sa perte en fixant un cours de rachat stop, en hausse. »

(Notons que des ordres *stop* peuvent également être passés pour les opérations au comptant.)

Il résulte de ce qui précède que les ordres *stop*, s'ils ne sont pas en France d'usage aussi généralisé qu'aux États-Unis, ne sont pourtant pas inconnus à la Bourse de Paris.

Cependant, désireux de nous renseigner aux meilleures sources, nous nous sommes enquis auprès de deux des personnalités les plus hautement qualifiées pour nous documenter à cet égard : *M. le Syndic de la Compagnie des Agents de change de Paris* et *M. le Président du Syndicat des Banquiers en valeurs au comptant, près la Bourse de Paris.*

M. le Vice-Président du Syndicat des Banquiers en valeurs au comptant a bien voulu nous répondre dans les termes suivants :

« ... Enfin, en ce qui concerne les ordres « stop », ils sont passés à un cours limite, suivi du mot « stop ». Si c'est un ordre de vente, il ne doit être exécuté qu'à un cours maximum égal au cours fixé ; et si c'est un ordre d'achat, qu'à un cours minimum égal au cours fixé. Exemple : « Vendre 100 de Beers à 1.250 stop » : l'ordre n'est exécutable que si la de Beers cote 1.250 *ou au-dessous.* Les ordres « stop » sont renouvelables comme les autres ordres.»

On observera que l'on peut, d'après la réponse autorisée ci-dessus, passer des ordres *stop* achat. De tels ordres peuvent rendre des services aux opérateurs qui désirent attendre pour acheter que la reprise ait atteint déjà une certaine ampleur, par exemple + 10 %. (On pourrait franciser l'expression « ordre *stop* achat » en employant le terme : ordre de *départ* achat.)

D'autre part, *M. le Premier Adjoint de la Compagnie des Agents de change* nous a adressé la réponse suivante :

« ... Les ordres « stop », qui sont en fait d'un usage fort restreint sur notre place, sont généralement libellés comme suit : « Achetez (ou bien vendez) X actions de telle valeur à tel cours stop. »

« Il y a lieu de signaler que l'exécution de ces ordres est toujours soumise aux possibilités du marché et ne peut en aucun cas être garantie. »

Ayant demandé à la Chambre syndicale des éclaircissements complémentaires au sujet de cette dernière phrase, *M. le Syndic* nous a fait l'honneur de nous répondre dans les termes suivants :

« J'ai l'honneur de vous confirmer que les ordres *stop* sont de pratique très peu courante sur notre place et qu'un

agent de change ne peut d'ailleurs être tenu d'accepter des ordres de cette nature. »

Par conséquent, les opérateurs qui voudraient pratiquer les ordres *stop* feront bien de se renseigner préalablement auprès de leurs banquiers ou de leurs intermédiaires. En cas d'impossibilité d'utiliser la technique des ordres *stop*, si ceux-ci sont déclinés par les intermédiaires, l'opérateur devra s'astreindre : *a*) à surveiller au jour le jour l'évolution du marché pour les valeurs qui l'intéressent ; *b*) dès que les cours atteindront la limite en baisse qu'il s'est fixée pour se dégager, à passer un ordre de vente, soit au mieux, soit, afin d'éviter une surprise, avec limite en baisse largement calculée.

Par exemple, en reprenant l'exemple de Marcel Cavelier, l'opérateur pourrait, dès que le cours de l'*India Sugar* serait tombé à 1.500, passer un ordre ainsi libellé : « Vendez cinquante *India Sugar* 1.449 », l'exécution d'un tel ordre étant probable pourvu qu'une nouvelle et brutale réaction ne ramène pas dès le début de la séance le cours au-dessous de 1.449.

De plus, si l'opérateur désirait absolument essayer de vendre à 1.500, au minimum, il devrait évidemment passer l'ordre de vente dès que le cours aurait fléchi (par exemple) à 1.550.

Bien entendu, dans chaque cas d'espèce, il convient, en calculant les marges de baisse, de tenir compte des variations de cours plus ou moins fortes qui affectent les différentes valeurs (1).

(1) L'utilisation d'une règle à mesurer les pourcentages de hausse ou de baisse, telle que l'*Obgraph* (en vente à Paris, 1, rue Taitbout), peut rendre de précieux services dans cet ordre d'idées (*N. d. T.*)

17

L'ART D'UTILISER LES GRAPHIQUES DE COURS

Bien que nous ayons fréquemment recommandé, au cours des précédents chapitres, d'acheter pendant les crises à court terme et de vendre durant les poussées de hausse à court terme, nous n'avons cependant pas encore donné d'indications précises en ce qui concerne le choix du moment où il devient possible d'agir en mettant le maximum de chances de son côté.

En fait, il n'existe à cet égard aucun système de règles de conduite auquel on puisse se fier complètement. Néanmoins, les indications données ci-après sur la lecture des graphiques de cours rendront en pratique de précieux services en ce qui concerne, non seulement les oscillations intercalaires, mais encore les grands mouvements boursiers.

L'utilité des graphiques et ses limites.

Cependant les partisans aussi bien que les détracteurs des graphiques ont énoncé au sujet de leur utilité davantage de sottises qu'il n'en a été dit au sujet de n'importe quelle autre branche de l'art des placements.

Certains usagers des graphiques sont, il faut le reconnaître, des fanatiques. Néanmoins, les usagers sensés se servent rarement des graphiques en vue de déterminer ce qu'ils doivent acheter, c'est-à-dire en vue de procéder à un travail de sélection. Dans cet ordre d'idées, ils se tournent vers la documentation économique. Ils laissent seulement les graphiques leur suggérer ce qui pourrait être acheté et leur dire quand on doit (et quand on ne doit pas) acquérir des titres qui, du point de vue économique, paraissent attrayants. Les graphiques vous diront *quand* il est temps d'agir et non pas *pourquoi* il convient d'agir. Le choix de l'heure étant souvent aussi important que le choix des titres, les graphiques peuvent donc rendre de signalés services.

Faisant preuve d'une incompréhension totale de la question, un auteur a affirmé que les graphiques étaient

entièrement dépourvus de valeur puisque l'on ne peut prédire l'avenir en se fondant sur le passé. Cependant un autre auteur, dans un ouvrage actuellement épuisé, a très exactement posé la question, à peu près dans les termes suivants :

« Les graphiques *ne* constituent *pas* une méthode au moyen de laquelle les spécialistes tenteraient de prédire l'avenir en partant du passé. L'usager contemporain des graphiques ne prétend aucunement que l'existence d'un certain ensemble de conditions dans le passé constitue une raison valable et suffisante pour permettre de penser que des conditions similaires se reproduiront dans l'avenir. Certains « graphistes », en petit nombre, peuvent bien soutenir le contraire, mais l'usager sensé ne s'attend jamais à voir l'histoire économique se répéter sans modifications. »

Néanmoins, les graphiques constituent un instrument de travail qui, utilisé *en combinaison* avec les autres procédés de prévision connus, améliore les chances qu'ont les opérateurs de déterminer exactement la tendance du marché.

Un graphique est la traduction visuelle du comportement du marché dans le passé : il ne garantit à aucun degré que le marché se comportera de la même façon dans l'avenir.

On a constaté cependant, sur une longue série d'années, que les valeurs, considérées isolément, et que le marché (représenté par des indices bien connus), dans son ensemble, évoluent fréquemment de telle sorte qu'ils reproduisent certains schémas et certaines combinaisons de lignes aisément reconnaissables.

Pour citer M. Roland : « certaines de ces figures ont un sens bien défini. Si l'examen des courbes du passé révèle au graphiste que, lorsque la combinaison « X » est apparue, le marché a fléchi ultérieurement neuf fois sur dix, il est raisonnablement en droit de penser — loi de probabilité empirique — qu'un fléchissement se produira de nouveau dès lors qu'il aura vu la même combinaison graphique se dessiner sur ses feuilles. Ces « lois graphiques de probabilité » valent donc bien la peine d'être étudiées en dépit du fait qu'elles ne se vérifient jamais à 100 %. »

Le placeur *devrait* utiliser ces lois en les laissant « influencer » son jugement, sans pourtant jamais permettre aux graphiques de « penser » en ses lieu et place.

De plus, les graphiques présentent un intérêt considérable lorsqu'il s'agit de prendre une décision alors que les autres facteurs d'appréciation (économiques et psychologiques) sont obscurs.

Incidemment, et en dehors de la mise en lumière de combinaisons suggestives, les graphiques remplissent une autre fonction très utile. La mémoire humaine, on le sait, est notoirement courte ; quand nous concentrons notre attention sur les événements du jour, nous sommes tous enclins à perdre de vue les événements antérieurs : par suite, nos vues sur la situation du marché, telle qu'elle se présentait quelques semaines ou quelques mois auparavant, sont fréquemment déformées. Or, il suffit de jeter un seul coup d'œil sur un graphique pour réagir contre cette tendance humaine à l'oubli.

Par ailleurs, un graphique photographie la relation récente de la demande boursière à l'offre : comme les mouvements des cours, qu'ils soient horizontaux, ascendants ou descendants, tendent à influencer l'esprit des placeurs attentifs et les poussent à agir dans un certain sens — ce qui se traduira ultérieurement par d'autres « profils » et par d'autres combinaisons —, certains types de courbes sont extrêmement suggestifs.

Les « lois » de la façon d'agir future vraisemblable des masses, fondées sur leur façon d'agir antérieure (illustrée par le graphique), constituent seulement des probabilités et non des certitudes : on n'en devrait pas moins les apprendre par cœur et ne jamais les perdre de vue.

On doit cependant, bien entendu, tenir toujours grandement compte des taux de capitalisation des *bénéfices* par rapport aux cours récents, des perspectives industrielles, de la position technique générale et des autres facteurs qui échappent à une analyse sommaire du graphique.

Le grand intérêt d'un graphique établi pour une seule valeur, notamment quand on l'étudie en liaison avec les courbes représentant :

a) La conjoncture boursière,

b) L'évolution des autres sociétés de la même branche (par exemple, indice de la production de cette branche),

c) L'activité économique en général,

tient à ce qu'un tel graphique indique comment la société en question et ses titres se sont comportés par comparaison avec les autres sociétés et les autres titres. Un

tel graphique permet de comparer entre eux les différents mouvements économiques et boursiers et dégage les tendances *relatives* sous-jacentes.

Cependant les graphiques de cours servent encore à d'autres usages.

Les valeurs ont des caractéristiques et des « séquences » qui diffèrent de l'une à l'autre. Certaines oscillent largement au cours de chaque conjoncture ou de chaque mois ou de chaque année ; les mouvements de certaines autres sont plus étroits. Certains titres ont des oscillations saisonnières ; d'autres tendent à ne devenir actifs que vers la fin de leurs exercices financiers, quand les personnes « initiées » sont informées des résultats *avant* le grand public. Les graphiques de cours révèlent ces particularités. Ils peuvent même fournir, dans certains cas, des indications sur la mentalité des administrateurs.

Si l'on porte sur chaque graphique de valeur les bénéfices et les dividendes annuels et si des signes conventionnels indiquent le terme de l'exercice et la date normale de publication du compte rendu annuel, les ventes et les achats des « inités » se reflètent souvent sur le graphique dès que ceux-ci ont eu connaissance du montant des bénéfices annuels. Il est fréquemment intéressant « d'accompagner » ces ventes ou ces achats, qui sont apparemment « de bonne source », s'ils interviennent *avant* publication du rapport ou annonce du dividende.

Les graphiques de cours peuvent également jeter quelque lumière sur la tactique boursière des gros opérateurs. Si, par exemple, aucun mouvement de hausse ne se produit après publication de bonnes nouvelles *inattendues* (alors que les cours évoluent dans une zone élevée — et spécialement si la conjoncture boursière est favorable), c'est là souvent l'indice que les gros porteurs ou les syndicats se dégagent.

Si le placeur s'attache à considérer les graphiques comme un moyen de compléter le jugement raisonné qu'il porte sur le marché (et non pas comme un moyen de se dispenser de raisonner), il doit tirer grand profit de leur emploi.

Les trois principales règles graphiques.

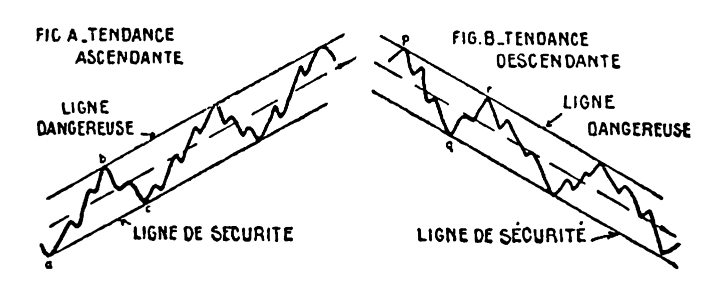
Généralement parlant, la lecture des graphiques comporte trois règles principales. (Certains perfectionnements feront l'objet du chapitre suivant.)

Comme nous l'avons indiqué dans le chapitre premier, la « piste » (ou « trace ») en hausse de l'indice des valeurs à revenu variable tend à s'étaler à cheval sur une ligne de tendance plus ou moins *droite* (cette règle sommaire comportant d'ailleurs de nombreuses exceptions).

Cependant la courbe effective des cours, à son tour, suit un tracé en zigzag à cheval sur la ligne moyenne (plus ou moins droite) de hausse. Ceci se traduit, naturellement, par une piste ascendante.

Si on relie par une ligne droite approximative les

PLANCHE IV



« sommets » intercalaires successifs, de plus en plus élevés et par une autre ligne droite, plus ou moins parallèle à la première, les « creux » intercalaires successifs, également de plus en plus élevés, on obtient ainsi ce que l'on pourrait appeler les parallèles supérieure et inférieure (de chaque côté de la ligne moyenne de hausse cyclique). (*Cf.* Planche IV.)

En pratique, la courbe des cours tend, au long d'un mouvement principal, à osciller conjoncturellement entre les parallèles dites supérieure et inférieure.

En ce qui concerne la construction des parallèles : si deux minima (a et c), le second étant placé plus haut que le premier, caractérisent une orientation nouvelle à la hausse sans que *deux* maxima aient encore apparu, on tire d'abord la parallèle inférieure (par a et c), puis on tire parallèlement la parallèle supérieure, en la faisant passer par le maximum isolé (b).

Réciproquement : si p, q et r sont successivement apparus, on relie p et r, puis on tire la parallèle inférieure, en la faisant passer par q.

La parallèle supérieure signale les situations temporairement dangereuses du marché.

En ce qui concerne la lecture d'un tel graphique : Lorsque la courbe des cours (traduisant l'indice des valeurs industrielles) monte et s'approche de la parallèle supérieure (c'est-à-dire du bord supérieur de la « piste » moyenne (supposée) qui enclôt le zigzag en hausse), le placeur doit se tenir sur ses gardes et se demander s'il n'est pas temps de prendre son bénéfice. Le voisinage de la parallèle supérieure constitue « normalement » une zone dangereuse à court terme.

En sens contraire, lorsqu'une baisse s'est poursuivie pendant quelques mois et lorsque la courbe est tombée au-dessous de la ligne moyenne de hausse (supposée), le placeur peut, dès que cette courbe se rapproche de la parallèle inférieure (supposée), devenir plus confiant et envisager l'opportunité de racheter les titres réalisés quelque temps auparavant ou d'autres titres qui peuvent lui sembler plus intéressants.

Le voisinage de la parallèle inférieure constitue « normalement » une zone de sécurité à court terme.

On est normalement incliné à mettre en doute l'opportunité des opérations boursières raisonnables.

Notons cependant que le système que nous venons de définir consiste, en dernière analyse, à vendre lorsque le marché, dans son ensemble, a été bien disposé ; et à acheter lorsque le marché, dans son ensemble, a souffert, depuis quelques mois, d'une sérieuse crise de nerfs, c'est-à-dire dans les périodes dites de « semi-panique ».

Tout le monde est, en principe, d'accord, pour admettre que cette ligne de conduite est la seule qui soit sensée. Mais l'expérience enseigne que la plupart des placeurs, tout en approuvant du bout des lèvres cette façon d'agir, éprouvent une répugnance invincible à la mettre en pratique. Et pourtant cette tactique audacieuse est normalement la plus sûre, pour les raisons suivantes :

On doit toujours profiter des poussées de hausse pour « faire de l'argent ».

En admettant même que les titres vendus au voisinage de la parallèle supérieure ne baissent pas, d'autres valeurs

également attrayantes rétrograderont vraisemblablement. Or, il n'existe guère de motif valable (sinon une sentimentalité irrationnelle) pour tenir à conserver continuellement en portefeuille, pendant une période prolongée, telle ou telle valeur, alors que celle-ci est appelée, *sans aucun doute*, à subir de violentes oscillations en zigzag.

D'ailleurs, même si vos valeurs favorites primitives ne fléchissent pas sensiblement, l'orientation à la hausse des affaires, en général, et de certaines branches, en particulier, est destinée à mettre en vedette certaines autres industries et sociétés dont les titres sont encore restés sous-évalués eu égard à l'amélioration récente de leur situation économique.

Par conséquent, l'on ne doit jamais hésiter à se créer des liquidités au cours des poussées de hausse conjoncturelles. En fait, l'art des placements consiste à savoir réaliser, puis à rester « hors jeu » pendant, disons, deux mois sur six — en attendant que se déclenche une crise de nerfs boursière et que mûrisse progressivement une occasion idéale de placement — en attendant, en d'autres termes, que surviennent des conditions de nervosité boursière.

Ayez donc, au cours de chaque poussée de hausse, lorsque la courbe entre dans une zone dangereuse, assez d'imagination pour envisager la série imprévue des facteurs boursiers contraires qui, probablement, provoqueront sans tarder une réaction des cours — en les écartant des parallèles supérieures, — ceci même si le marché, dans son ensemble, persiste dans son optimisme et si personne n'est incliné au pessimisme ni ne prévoit de réaction. Cependant de telles réactions surviennent *presque toujours*. Soyez donc assez avisé pour vous le tenir pour dit et pour agir en conséquence, en vous appuyant sur « le bon bout de la chance » dès que se manifestent des indications graphiques confirmées par l'expérience (*cf.* chapitre XVIII).

En résumé, prenez la résolution d'acheter seulement pendant les paniques à court terme et de vendre pendant les poussées de hausse à court terme. Suivez *en pratique* la ligne de conduite que vous approuvez *en théorie*, mais dont vous mettez invariablement en doute la valeur *lorsque le moment d'agir est venu.*

Laissez le marché donner lui-même le signal.

Cependant les mouvements intercalaires « à cheval » sur la tendance moyenne remontent, en majeure partie,

à des motifs d'ordre psychologique et sont, par conséquent, susceptibles d'être poussés aux extrêmes, c'est-à-dire de franchir l'une ou l'autre des parallèles. Aussi est-il désirable de trouver une méthode permettant de reconnaître à quel moment une poussée de hausse ou de baisse est probablement sur le point de prendre fin et de changer de direction — c'est-à-dire de laisser le marché donner lui-même le signal, lorsqu'il se replie après une hausse ou lorsqu'il se reprend après une baisse.

A cet égard encore, les graphiques (comme on le montrera dans le chapitre suivant) peuvent rendre les plus grands services.

Les graphiques vous indiquent en effet « quand » vous avez probablement raison de suivre une ligne de conduite que vous avez déjà reconnue comme étant vraisemblablement rationnelle.

En somme, les graphiques vous révèlent dans quel sens le public boursier, y compris les initiés (en tant que collectivité distincte de vous-même), commence à raisonner et à agir : or, en dernière analyse, ce sont les opérations du public et des initiés qui créent votre contrepartie boursière. C'est pourquoi, étant donné que le marché se porte souvent aux extrêmes, il est toujours dangereux d'acheter ou de vendre avant l'heure où la majorité du public *semble avoir commencé* à entrer dans la voie où l'on s'attendait depuis quelque temps à le voir s'engager. Ceci nous amène à la règle II.

RÈGLE II. LA COURBE TOMBE AU-DESSOUS DU DERNIER DES MINIMA SUCCESSIFS EN HAUSSE (OU MONTE AU-DESSUS DU DERNIER DES MAXIMA SUCCESSIFS EN BAISSE)

Quand on examine un grand nombre de courbes se rapportant aux fluctuations enregistrées dans le passé, on constate, non seulement que les oscillations intercalaires chevauchent, pour la plupart, une ligne de tendance moyenne plus ou moins « droite », mais encore que, dans la plupart des cas, les « sommets » conjoncturels successifs et les « creux » conjoncturels successifs s'établissent, en période de hausse, à des niveaux de plus en plus élevés (et, en période de baisse, à des niveaux de plus en plus bas).

Piste normale d'un marché en hausse.

L'explication économique de ce phénomène important (*cf.* Planche IV) est la suivante :

Si une valeur (ou un groupe de valeurs représenté par un indice) est, à un moment donné, correctement évaluée par la Bourse, toute amélioration de la situation économique intrinsèque de la société (ou du compartiment) justifiera automatiquement une hausse.

Lorsqu'elle s'est amorcée, une telle hausse tend, normalement, à s'accélérer et finit par devenir excessive, en raison même de la publicité dont bénéficie toute valeur qui se met à monter.

Il arrive cependant un moment où les observateurs du marché finissent par se convaincre que la hausse a été poussée trop loin. Des ventes sont alors effectuées et il se produit une réaction qui annule ordinairement le tiers environ des progrès récents. Simultanément, la courbe des cours s'écarte de la parallèle supérieure et se rapproche de la parallèle inférieure.

Au bout d'un certain temps, néanmoins, la situation économique de la société ou de la branche continuant à s'améliorer sous l'influence de facteurs d'expansion, les valeurs qui avaient réagi sont considérées comme bon marché, ce qui justifie une reprise du mouvement de hausse.

Ainsi les actions montent en zigzag, chaque sommet et chaque creux conjoncturels se plaçant *normalement* à un niveau plus élevé que le sommet ou le creux précédent. (*Cf.* fig. A de la Planche IV.)

Réciproquement, durant chaque poussée de baisse prolongée, la détérioration graduelle qui altère la situation économique d'une société ou d'une branche se traduit sur la courbe des cours par des mouvements en zigzag orientés à la baisse — les creux et sommets successifs se plaçant *normalement* de plus en plus bas. (*Cf.* fig. B de la Planche IV.)

Pour déceler un renversement de la tendance principale.

Il résulte de l'exposé qui précède que, s'il se produit un renversement de tendance (par exemple : orientation à la baisse après une longue poussée de hausse), la courbe, peu de temps après que ce renversement aura été amorcé, tombera au-dessous du dernier de la série des minima conjoncturels observés au cours de la hausse récente. Ce glissement signifiera que la Bourse a *probablement* perdu son élan antérieur et qu'un renversement de tendance, orienté à la baisse, n'est pas exclu.

Il est d'ailleurs *impossible* qu'un renversement de

tendance se produise *sans que* se produise également ce phénomène graphique. Donc, après une période durant laquelle la courbe a monté en zigzag, pendant, par exemple, plusieurs années, en passant par des maxima et des minima intercalaires de plus en plus élevés, il est recommandable de vendre dès qu'elle tombe au-dessous du dernier des minima observés au cours de la hausse antérieure. (*Cf.* fig. A et B de la Planche V ainsi que les Planches VIII et IX.)

PLANCHE V

LA COURBE TOMBE AU-DESSOUS DES MINIMA ATTEINTS EN HAUSSE

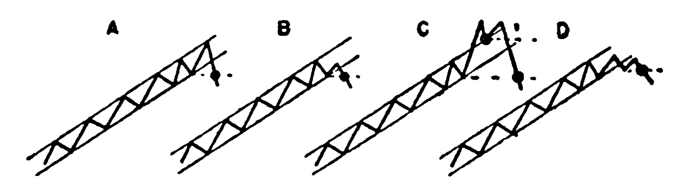
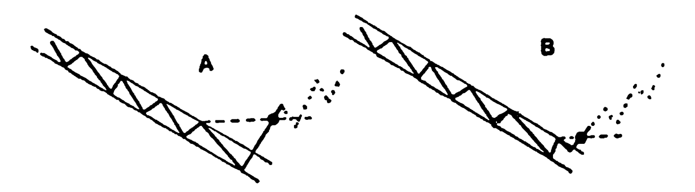


PLANCHE VI

LA COURBE PASSE AU-DESSUS DES MINIMA ATTEINTS EN BAISSE



Comme nous l'indiquons un peu plus loin (dans nos remarques sur la sortie hors des « pistes »), le fait que la courbe tombe au-dessous d'un minimum placé dans le voisinage de la parallèle supérieure (fig. C) n'a guère de signification tant que la baisse n'a pas amené la courbe à un point placé *en dehors* et *en dessous* de la parallèle *inférieure.*

Réciproquement, lorsqu'une courbe a zigzagué en baisse durant une dépression, il est opportun d'acheter lorsque la ligne se décide enfin à s'élever au-dessus du

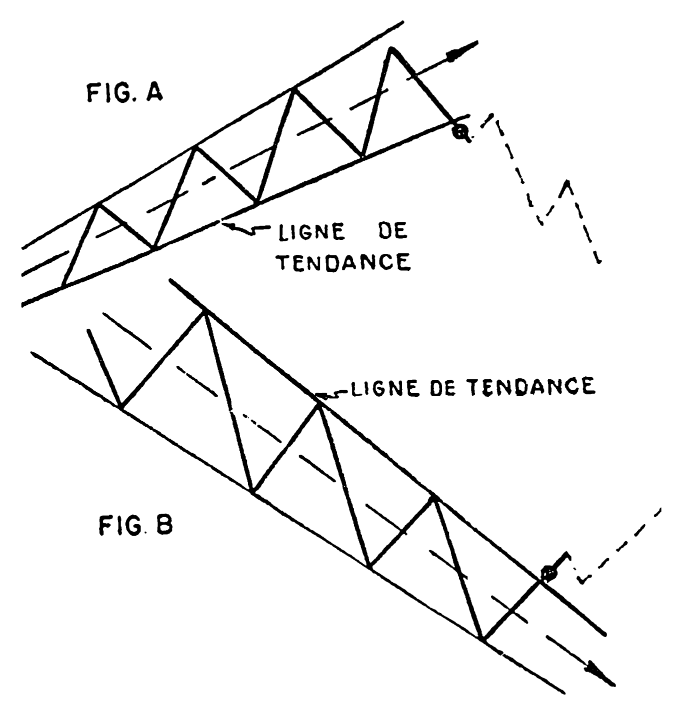
dernier des *maxima* conjoncturels observés au cours de la baisse antérieure. (*Cf.* fig. A et B sur Planche VI.)

RÈGLE III. LA COURBE QUITTE LA PISTE

On pourrait baptiser « sortie de piste » ou « croisement des lignes de tendance » une troisième et précieuse règle graphique, qui rend de grands services lorsqu'il s'agit

PLANCHE VII

LA PISTE EST ABANDONNÉE



de déceler un renversement de tendance par opposition avec un passage dangereux *temporaire*.

Comme on l'a déjà expliqué, les valeurs avancent habituellement en zigzag à cheval sur une ligne moyenne de tendance plus ou moins droite, placée au milieu de la « piste » suivie par la courbe des cours.

Elles *ne peuvent donc pas* modifier leur direction, en s'orientant à la baisse, *sans* abandonner leurs ancienne piste de hausse en zigzag, c'est-à-dire sans passer à droite et en dessous de la parallèle inférieure (en d'autres termes, de la ligne inférieure de tendance ascendante). (*Cf.* Planche VII. Fig. A.)

Or, comme il est assez *rare* qu'une valeur, une matière première ou un indice abandonnent leur piste (c'est-à-dire traversent leur ligne de tendance) *sans* modifier leur tendance en s'orientant à la baisse, cette nouvelle règle d' « abandon des pistes » complète excellemment notre règle précédente concernant le glissement de la courbe *au-dessous* du dernier des minima conjoncturels observés au cours de la hausse.

Ainsi, tandis que, sur un marché en hausse, le frôlement de la parallèle supérieure indique qu'une valeur se trouve exposée à un risque temporaire (conjoncturel), risque dit « à court terme », le fait de « sortir de la piste » et (ou) de « tomber en dessous du dernier minimum atteint en hausse » laisse craindre que la valeur soit probablement entrée dans une zone de danger *prolongé.*

Transition entre la dépression et le boom.

La règle réciproque vaut également, bien entendu, pour un renversement de la tendance, orientée à la hausse au terme d'une dépression, qui est annoncé lorsque la courbe : (1) sort de la piste ancienne en passant à droite de la parallèle *supérieure* (en d'autres termes, à droite de la ligne supérieure de tendance descendante). (*Cf.* Planche VII. Fig. B) ; et (2) passe *au-dessus* du dernier de la série des *maxima* conjoncturels atteints en baisse. (*Cf.* Planche VI.)

Résumé.

Il est très exceptionnel que des pistes soient abandonnées, que des minima (en hausse) ou des maxima (en baisse) soient dépassés et que des parallèles soient atteintes *sans que* se produisent les phénomènes qui succèdent « normalement » à de tels mouvements : il est donc déraisonnable de soutenir que ces trois règles sommaires soient dépourvues d'utilité.

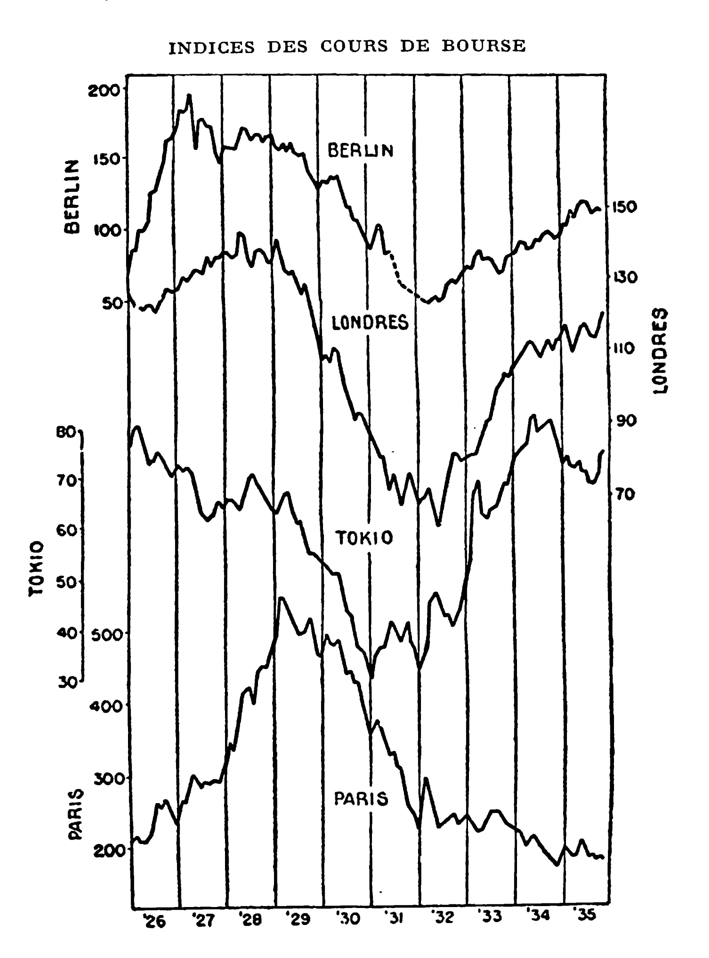
Chacun de nos lecteurs pourra d'ailleurs se convaincre du bien-fondé de cette opinion (en général) s'il prend la peine d'examiner des graphiques de cours de valeurs ou de matières premières, pour une période économique

quelconque, une branche quelconque et un pays quelconque, au long des cent dernières années. (*Cf.* les Planches VIII et IX ci-contre.)

Planche VIII

INDICES DE VALEURS A REVENU VARIABLE

INDICES DES COURS DE BOURSE

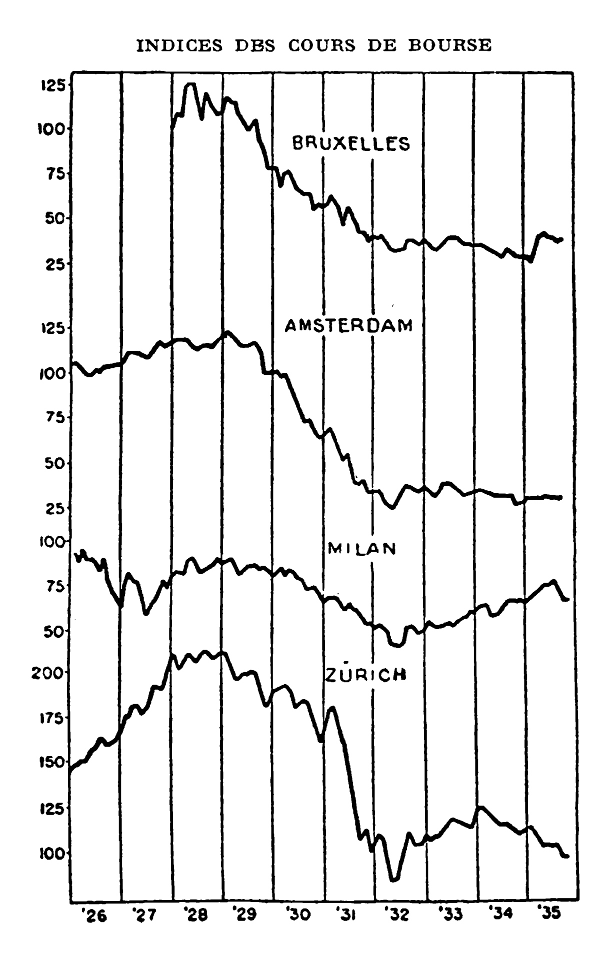


Des indications graphiques récentes sont brusquement contredites.

Il convient cependant de noter, en ce qui concerne les « sorties de pistes », que, si l'abaissement d'une courbe

PLANCHE IX

INDICES DE VALEURS A REVENU VARIABLE



(orientée à la hausse) vers la parallèle inférieure constitue « normalement » un indice de sécurité, une accentuation de cette baisse à l'extérieur de la parallèle inférieure équivaut à un signal d'alarme. Réciproquement, si la montée d'une courbe (orientée à la baisse) vers la parallèle supérieure constitue « normalement » un signal d'alarme, une accentuation de cette hausse à l'extérieur de la parallèle supérieure (au terme d'une période de dépression) se transforme en indice favorable. En partant de ce principe, il peut donc être judicieux à la fois de vendre un titre orienté à la baisse lorsqu'il remonte vers sa parallèle supérieure, puis de le racheter *à un cours plus élevé* lorsqu'il est sorti de sa « piste » récente de baisse.

Par analogie, et toujours selon le même principe, il peut être judicieux d'acheter pendant une réaction dirigée vers une parallèle ascendante inférieure, puis de réaliser *à un cours moins élevé*, si la courbe sort de sa piste récente de hausse, notamment dans le cas où elle vient à glisser *au-dessous* du dernier de ses minima atteints en hausse.

C'est là certainement une tactique qui met les nerfs de l'opérateur à une rude épreuve : cependant il est frappant d'observer combien cette façon d'agir se révèle fréquemment profitable.

18 PARTICULARITÉS DE LA LECTURE DES GRAPHIQUES

Les graphiques quotidiens en tant que guides pour les réactions intercalaires.

En établissant les règles graphiques exposées dans le chapitre précédent, nous avons considéré presque exclusivement les renversements de la tendance *à long terme* qui affectent les indices généraux ou les valeurs particulières. Cependant on peut également appliquer exactement les mêmes principes lorsqu'il s'agit de déterminer un renversement de la tendance « intercalaire ».

De même que, sur une période prolongée, une courbe progresse normalement en zigzag : en cas de hausse, par exemple, à cheval sur une ligne moyenne (ascendante) plus ou moins droite, — de même, si l'on se place au point de vue des oscillations *intercalaires*, chacun des côtés successifs de l'angle hausse-baisse prend la forme d'un tracé en zigzag, ascendant ou descendant, chevauchant habituellement une ligne moyenne plus ou moins droite. (*Cf.* Planche IV.)

Chacun de ces mouvements ou « côtés » intercalaires (encadrés par les deux parallèles) est animé à son tour, en règle générale, d'oscillations à court terme qui se placent entre deux parallèles supérieure et inférieure, nettement caractérisées, qui lui sont *propres* et comporte une série, qui lui est également propre, de maxima et de minima successifs en hausse (ou en baisse). C'est pourquoi les règles graphiques valables pour les renversements de la tendance à long terme peuvent être appliquées *exactement dans les mêmes conditions* aux mouvements intercalaires.

Perfectionnements apportés aux trois règles fondamentales.

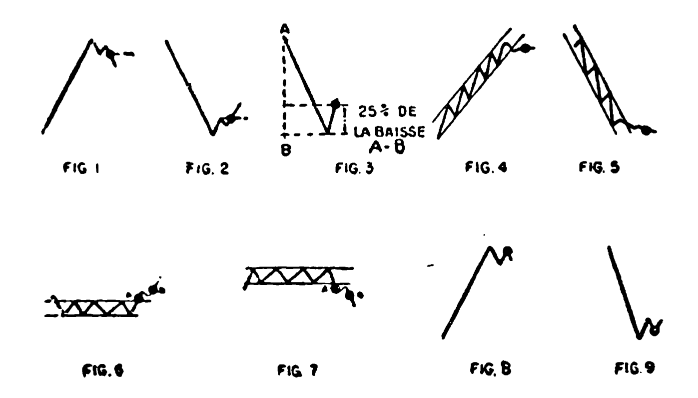
1. *Perfectionnement.* — Il arrive parfois qu'une courbe, au lieu d'avancer en zigzags, à cheval sur une ligne moyenne de hausse, monte presque en ligne droite *sans crochets*. (*Cf.* Planche X, fig. 1.) Pour déceler en pareil cas un renversement de tendance, on n'observera pas la

ligne droite de hausse récemment enregistrée, mais bien le nouveau « bras » du graphique, orienté à la baisse. On attendra que cette nouvelle ligne ait dessiné un zigzag en baisse et l'on vendra lorsqu'elle glissera au-dessous du premier des minima (ou « coudes ») constatés sur la nouvelle direction orientée à la baisse.

En ce qui concerne les changements de direction en hausse, on appliquera *mutatis mutandis* une méthode analogue. (Planche X, fig. 2.)

Planche X

SYMPTÔMBS SECONDAIRES DES RENVERSEMENTS DE TENDANCE



2. *Perfectionnement.* — Il peut advenir, cependant, à la suite d'une baisse en ligne droite, que la courbe, après s'être orientée en hausse, suive de nouveau une ligne *droite.* (*Cf.* Planche X, fig. 3.) En pareil cas, il peut être opportun d'agir lorsque la longueur du nouveau segment, correspondant au mouvement de reprise, a atteint le quart de la longueur du segment correspondant au mouvement de baisse antérieur (à moins que la reprise n'ait ramené la courbe à proximité de la parallèle supérieure).

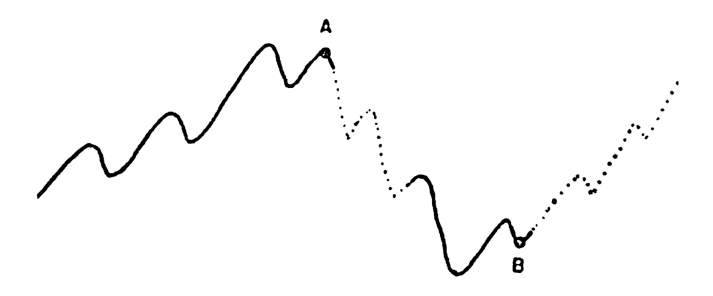
3. *Perfectionnement.* — Un autre signe annonciateur des modifications de tendance orientées à la baisse (auquel nous avons déjà fait allusion et qui rend de très pré-

cieux services) apparaît lorsque la courbe sort par la droite de l'ancienne « piste » ascendante sur laquelle elle progressait en zigzags, c'est-à-dire passe nettement à l'extérieur de ses lignes de tendance ou parallèles récentes. (Planche X, fig. 4.) La même indication vaut, *mutatis mutandis*, pour annoncer des orientations à la hausse succédant à une baisse. (*Cf.* fig. 5.)

4. *Perfectionnement.* — Si une courbe oscille entre deux parallèles *horizontales* (cf. fig. 6), et non entre des parallèles ascendantes ou descendantes, il convient de prendre ses dispositions d'achat lorsque la courbe s'élève

PLANCHE XI

PLUS BAS MAXIMA ET PLUS HAUTS MINIMA



au-dessus de l'horizontale supérieure, c'est-à-dire du point A placé sur la ligne qui relie les maxima antérieurs. Cette règle se vérifie particulièrement dans le cas où, les parallèles antérieures étant rapprochées l'une de l'autre, l'on n'est pas exposé à acheter à la suite d'une forte hausse.

En d'autres termes, lorsque la courbe des cours sort d'une piste *horizontale étroite*, il est normalement judicieux d'accompagner la nouvelle tendance. Mais si la piste horizontale est large (si, par exemple, elle délimite un écart de 20 %), il est normalement raisonnable d'attendre une réaction pour acheter, même si l'ancienne ligne horizontale reliant les maxima a été franchie.

Inversement, il convient de prendre des dispositions de vente lorsque la courbe des cours passe au-dessous d'une parallèle horizontale inférieure, notamment si la

zone des oscillations antérieures était étroite. (*Cf.* fig. 7, point A.)

On doit notamment se tenir prêt à agir (et en particulier, répétons-le, si la zone des oscillations antérieures était étroite) dès que la courbe a dessiné, en outre, un nouveau crochet en baisse, analogue à celui compris entre les points A et B.

De même, lorsqu'une courbe, après avoir dépassé une horizontale supérieure, dessine un zigzag analogue à celui compris entre les points A et B de la figure 6, il faut voir là une indication supplémentaire d'achat.

5. *Perfectionnement.* — Le fait que le second de deux maxima successifs est placé plus bas que le premier (*cf.* fig. 8) ou que le second de deux minima successifs est placé plus haut que le précédent (fig. 9), laisse présumer un renversement probable de tendance.

Ou encore, pour exprimer ce théorème sous une autre forme : des maxima de plus en plus bas font prévoir des minima de plus en plus bas (point A sur la planche XI). Des minima de plus en plus élevés font prévoir des maxima de plus en plus élevés (point B).

Voici comment M. Rhea expose cette question dans son ouvrage sur *la Théorie de Dow* :

« Des reprises successives dépassant les maxima antérieurs, suivies de réactions s'arrêtant *au-dessus* des minima antérieurs, constituent une indication haussière. Réciproquement, si les reprises s'arrêtent avant d'avoir dépassé les maxima antérieurs et si les réactions qui leur succèdent se prolongent au-dessous des minima antérieurs, il y a là une indication baissière. »

Autres observations sur la lecture des graphiques.

1. A l'égard des « parallèles », il convient d'observer qu'en cas de baisse boursière elles tendent (si l'on se sert d'échelles arithmétiques) à converger vers la droite (comme on peut le constater en examinant les graphiques de la planche VII) ; par ailleurs, si le marché est en hausse, les « parallèles » tendent naturellement à diverger. (Cette remarque, bien entendu, vaut surtout pour les échelles arithmétiques ; si l'on se sert d'échelles logarithmiques, proportionnelles, les « parallèles » conservent davantage leur... parallélisme.)

2. En ce qui concerne les renversements de tendance majeurs, on tiendra compte des maxima et minima

conjoncturels. On pourra, en règle générale, se contenter de graphiques mensuels.

3. Si l'on s'intéresse aux renversements de tendance conjoncturels, on ne peut se passer de graphiques *quotidiens* (ou hebdomadaires).

N. B. — Néanmoins les mêmes règles générales s'appliquent dans les deux cas à la détermination des renversements de tendance éventuels (qu'il s'agisse, par exemple, de reprises principales ou de reprises intercalaires).

4. Il va de soi que, lorsque le temps passe et lorsque les anciennes lignes de tendance (supposée) sont devenues périmées, le graphiste doit tracer de nouvelles parallèles et de nouvelles lignes de tendance.

5. Ces principes sont applicables, non seulement aux valeurs à revenu variable et aux indices de cours, mais encore aux produits cotés à terme.

Les graphiques en tant que moyen d'apprécier la durée et l'ampleur probables de mouvements boursiers.

Les angles conjoncturels successifs de hausse ainsi que les angles successifs de baisse apparaissant sur les graphiques tendent à être approximativement égaux, leurs côtés étant, par conséquent, approximativement parallèles. (*Cf.* Planche IV.)

En raison de cette circonstance, il est souvent possible, en examinant les angles antérieurs d'un graphique, de prévoir jusqu'à quel point, en admettant que l'angle de baisse ou de hausse antérieur se reproduise, un mouvement a des chances de se développer *au cours d'une période donnée.* Les parallèles indiquent le point où un tel mouvement *devrait* prendre fin.

Les graphiques en tant que guide pour fixer les limites d'achat et de vente.

Les graphiques constituent, à l'intention des placeurs qui se livrent à des opérations fréquentes, un excellent guide pour la limitation de leurs ordres *stop.*

C'est généralement une habile tactique que de placer le « cran d'arrêt » (limite de réalisation des bénéfices) juste *au-dessous* du dernier d'une série de minima en hausse.

Il est généralement rationnel de vendre lorsqu'une valeur qui vient de monter sort de sa piste conjoncturelle

vers la droite, c'est-à-dire abandonne sa ligne de tendance à court terme, notamment lorsque les cours se rapprochent de la parallèle supérieure *à long terme.*

Il est en général assez judicieux d'acheter au voisinage de la parallèle à long terme inférieure lorsqu'une valeur oscille autour d'une ligne horizontale, en plaçant un ordre *stop* de vente, par exemple à 10 % au-dessous de la parallèle inférieure (c'est-à-dire du cours d'achat approximatif).

Si des marges plus amples sont désirées, on placera les crans d'arrêt juste en dessous du dernier minimum conjoncturel.

Quand une valeur a dépassé sa parallèle *à long terme* supérieure, il est souvent opportun de l'arbitrer immédiatement contre une autre valeur, notamment si le profil de la courbe permet de conjecturer que plusieurs mois s'écouleront avant que celle-ci rejoigne à nouveau la parallèle à long terme inférieure — soit en évoluant horizontalement, soit en réagissant.

Je crois devoir ajouter qu'en Angleterre on observe normalement que les marchés, après trois jours de fermeté, réagissent le quatrième jour. Par ailleurs, à trois jours de faiblesse succède fréquemment un jour de reprise.

Sur les marchés en baisse, on observe habituellement (mais non invariablement) trois jours de faiblesse successifs, puis un jour de reprise. Le phénomène inverse se produit souvent sur les marchés en hausse.

En Angleterre, lorsque la première moitié d'une période de liquidation est ferme, la seconde est fréquemment faible. Et *vice versa.*

En Amérique, j'ai constaté que les mouvements au jour le jour tendent à se retourner plus fréquemment qu'en Angleterre.

Notons incidemment que, si un marché « prend le mors aux dents » dans le voisinage ou à l'extérieur de la parallèle supérieure et si des signes + (c'est-à-dire des hausses vigoureuses) peuvent être relevés pendant plusieurs jours de suite dans les journaux quotidiens, il est souvent avantageux de vendre dès le premier jour où quelques signes — commencent à apparaître. En effet cette indication laisse présumer un flottement du marché et marque souvent le point de départ d'une longue période de fléchissement.

Groupes se comportant mieux (ou plus mal) que les indices généraux.

Certains opérateurs heureux attachent, tout à fait à juste titre, une importance considérable au fait que certains groupes de valeurs, tels que pétroles, aciers, etc., commencent à se comporter mieux que les indices généraux (Dow Jones, Statistique générale de la France, etc.). Quand de telles hausses différentielles se manifestent, ce qui ressort nettement de la comparaison des graphiques établis sur papier logarithmique (1), le comportement supérieur à la moyenne de tel ou tel groupe de titres tend *généralement* à se maintenir pendant quelques mois. Ainsi, même si l'opérateur achète avec un mois de retard sur le début du mouvement, il dispose *habituellement* de deux ou trois mois pour faire travailler profitablement ses capitaux, en tirant parti des hausses différentielles.

La même tactique peut s'appliquer, *mutatis mutandis*, aux opérations à la baisse. Je connais un spéculateur qui opère, avec beaucoup de succès, *simultanément* à la hausse et à la baisse sur différents compartiments — méthode vers laquelle je ne me sens, normalement, *aucunement incliné*. (Personnellement, je ne me soucie guère d'aller à l'encontre de la tendance *générale*, principale ou intercalaire, c'est-à-dire d'opérer à la hausse sur un marché baissier, ou *vice versa*.)

Volume des titres négociés.

Il est également très utile de tenir à jour des graphiques enregistrant le volume des titres échangés.

Le gonflement de ce volume sur un marché fléchissant (après une hausse) signifie normalement que la Bourse est nerveuse et surchargée et que la baisse risque vraisemblablement de s'accélérer.

D'autre part, la contraction du volume des échanges, sur un marché en baisse, indique normalement que les ventes s'épuisent et qu'une reprise se dessinera sans tarder.

L'accroissement du volume des échanges, sur un marché en hausse, permet de présumer une prolongation de la

(1) L'Obgraph, breveté S. G. D. G., en vente à l'*Observation graphique Économique et Fnancière*, à Paris, permet de mesurer avec rapidité et précision les écarts en pourcentage atteints, au cours d'une période donnée, par différentes valeurs ou compartiments de valeurs.

hausse ; et le ralentissement des échanges, sur un marché en hausse, révèle un état de fatigue boursière qui peut être le présage d'une chute prochaine des cours.

Il convient cependant de prendre garde aux phénomènes de poussées violentes d'achat et de vente.

Lorsqu'un marché est *déjà* animé d'une activité considérable, le volume des opérations augmentant progressivement, un tel mouvement prend généralement fin par un dernier mouvement convulsif, portant sur un chiffre d'opérations énorme, ce qui engendre une situation instable, le marché ayant été « survendu » (ou « suracheté ») sous l'influence de la nervosité ambiante.

De telles situations, surtout lorsqu'elles se sont prolongées pendant plusieurs jours et font l'objet de commentaires paraissant en première page des journaux, laissent généralement prévoir une vive réaction à brève échéance.

Le moment le plus favorable pour agir (après une hausse) se place très souvent à l'heure où quelques signes « moins » commencent à apparaître sur les relevés publiés par les journaux financiers, après que ceux-ci ont enregistré pendant plusieurs jours des écarts en hausse quelque peu anormaux.

Réciproquement, à la suite d'une poussée de ventes et de baisse, il y a lieu d'acheter dès qu'apparaissent quelques signes « plus ».

Néanmoins, on ne doit se porter qu'exceptionnellement acheteur, en cas de poussée de ventes, si la courbe ne se rapproche pas du voisinage de la parallèle inférieure (mouvement de longue durée).

Généralement parlant, voici comment, selon M. Rhea, l'on doit interpréter normalement les variations du volume des transactions :

« Un marché « suracheté » devient languissant en cas de reprises et se réveille en cas de rechutes ; réciproquement, un marché « survendu » tend à languir en cas de rechutes et à se ranimer en cas de reprises. Les marchés haussiers prennent généralement fin par une période d'activité excessive, après avoir été amorcés par des courants d'affaires relativement modérés. »

Mon expérience personnelle.

Voici ce que je pense personnellement des graphiques :

(1) Ils fournissent des indications précieuses lorsqu'il s'agit de déterminer *quand* on doit acheter et *quand* on

doit vendre — que l'on se place au point de vue longue durée ou au point de vue intercalaire.

(2) Ils suggèrent fréquemment *ce qu'il* faut acheter, étant entendu qu'il convient d'attendre, pour procéder aux achats, que la tendance de l'évolution économique soit devenue favorable.

(3) Ils jouent un rôle utile en suggérant des niveaux raisonnables pour fixer les limites de vente et passer les ordres *stop*.

(4) Ils laissent fréquemment prévoir l'amplitude vraisemblable des fluctuations de cours.

(5) En matière d'opérations *intercalaires*, ils donnent des indications beaucoup plus sûres que celles fournies par l'analyse économique.

(6) En matière d'opérations *de longue durée*, ils donnent des résultats un peu plus sûrs que l'analyse économique. (Et j'avance cette affirmation bien que je sois un partisan convaincu de l'application des théories économiques aux opérations boursières, *tant* à court terme *qu'à* long terme.)

(7) Néanmoins, l'usager des graphiques ne doit pas être un fanatique.

Les graphiques constituent seulement *un* moyen auxiliaire, parmi beaucoup d'autres, aidant à prendre une décision. Il est d'ailleurs évident que toutes les méthodes d'interprétation des graphiques (et tous les lecteurs de graphiques) ne sont pas également efficients.

Conclusion.

Notre conclusion sera la suivante :

Le système d'interprétation des graphiques préconisé par nous est raisonnablement sûr et doit donner, vraisemblablement, de bons résultats, même si on l'utilise sans se préoccuper de la situation économique interne des branches considérées ou de la position boursière. Cependant, si le placeur fait entrer en ligne de compte l'analyse de la situation industrielle et de la position de place, il aura *doublé* ses chances de succès.

Il n'existe pas de règles graphiques ni de règles économiques qui se vérifient à 100 %. Il faut toujours, en pratique, faire appel au jugement. Il existe néanmoins certaines « règles de probabilité graphique » que l'on doit se garder d'enfreindre. Le placeur sensé est celui qui suit exclusivement une ligne de conduite générale « nor-

malement » rationnelle et qui évite les décisions ou les plans d'action graphiquement erronés.

Recherchez en premier lieu, en procédant à une analyse économique, quelles sont les branches et les sociétés offrant de bonnes perspectives.

Puis appliquez-leur vos règles graphiques.

Le système des graphiques de cours *complète* excellemment la prévision conjoncturelle des affaires, notamment si l'on attend pour prendre position que les graphiques de cours aient apporté une confirmation favorable aux prévisions économiques.

Toutes les règles définies ci-dessus peuvent être appliquées, non seulement aux opérations sur valeurs mobilières, mais encore aux opérations sur matières premières.

19 PLAN DE CAMPAGNE GÉNÉRAL

(Dans ce chapitre nous avons tenté de faire la synthèse des principes exposés dans les chapitres précédents.)

Ligne de conduite préconisée.

Nous avons déjà suggéré (chapitre XIV) que la *meilleure* (mais non, bien entendu, la seule) méthode à appliquer en vue d'exploiter une hausse des valeurs à revenu variable consiste à adopter un compromis entre la spéculation à long terme et la spéculation à court terme et à suivre un système où l'on envisage *au départ* de conserver les titres pendant une période nettement plus courte que la durée complète d'une période d'expansion, mais un peu plus longue, s'il y a lieu, que la période conjoncturelle normale — par exemple, pendant dix-huit mois — tout en étant bien décidé d'avance à prendre des bénéfices substantiels si, dans l'intervalle, l'engouement du public ou certains facteurs conjoncturels ou des manipulations boursières font monter les valeurs boursières jusqu'à un point où elles semblent surévaluées eu égard à leurs perspectives d'avenir.

Autres systèmes de placement.

Cependant, il existe d'autres systèmes de placement — peut-être moins recommandables.

Certains placeurs ne modifient jamais leur portefeuille, quelles que soient les oscillations économiques ; d'autres placeurs arbitrent leurs valeurs au bout de quelques années, en se basant sur l'évolution de la tendance économique de longue durée ; d'autres placeurs, encore, multiplient leurs opérations d'aller et retour et surveillent, pour en tirer profit, les poussées à court terme d'activité boursière ou les mouvements conjoncturels de plus longue durée. On observe également des divergences de méthode en ce qui concerne le moment choisi pour acheter : d'aucuns n'opèrent que lorsque la Bourse est endormie ; d'autres attendent qu'elle se soit réveillée.

Certains placeurs acquièrent tout titre qui vient à exciter temporairement leur fantaisie ; d'autres placeurs s'en tiennent à des catégories bien définies, par exemple aux valeurs directrices du marché, bien reconnues comme telles, ou aux « meilleures valeurs des compartiments les plus déprimés ».

Dans certains cas, les placeurs se spécialisent exclusivement dans des types particuliers d'industries, par exemple :

(1) Industries qui oscillent violemment en liaison avec la situation économique générale et dont, par suite, l'amplitude des fluctuations offre la chance de larges marges de plus-values (par exemple : industries mécaniques, matières premières, commerces de luxe) ; ou, en sens contraire :

(2) Industries produisant des marchandises de première nécessité (par exemple : boulangeries, savon, margarine), dont il est peu probable que les profits soient grandement affectés par les fluctuations économiques générales et dont, par conséquent, les dividendes ont des chances de rester stables.

(3) Industries solidement établies et sociétés reposant sur une forte base financière, ayant derrière elles une série de bilans favorables ; ou, alternativement,

(4) Industries infantiles offrant des perspectives séduisantes (par exemple : sociétés américaines de construction aéronautique).

(5) Industries relativement nouvelles, ayant dépassé le stade infantile, mais continuant à offrir d'excellentes perspectives (par exemple : soie artificielle).

(6) Industries jouissant d'une prospérité exceptionnelle.

(7) Industries parvenues au fond de la dépression.

Les risques sont inévitables.

Cependant, quel que soit le système particulier préféré et adopté (s'il en est un), la première notion que l'on ne doit jamais perdre de vue en matière de placements, c'est que *le risque est inévitale.* Cette affirmation vaut, non seulement pour les valeurs à revenu variable, que l'on considère habituellement comme les plus spéculatives, mais aussi pour les valeurs dorées sur tranches qui figurent sur la liste des remplois de capitaux appartenant à des mineurs (*Trustee list*) : les Consolidés bri-

tanniques, par exemple, sont tombés de 60 en 1919 à 44 en 1920, soit une baisse de 26 %.

Le problème à résoudre par le placeur consiste principalement à éliminer les risques. Certes, on ne saurait jamais atteindre complètement cet objectif, mais on peut s'en rapprocher considérablement au prix d'un travail systématique et soigneux. Il s'agit, en dernière analyse : (a) d'éliminer les branches industrielles, les sociétés, les corporations publiques placées dans une position économique dangereuse; et (b) d'éviter les valeurs placées dans une position technique dangereuse, soit parce qu'elles sont cotées à des cours trop élevés, soit parce que les conditions boursières générales sont défavorables.

Pour réduire les aléas des placements.

Comme on l'a déjà indiqué, les cours des valeurs à revenu variable sont affectés par une série de facteurs que l'on peut classer en cinq catégories principales, à savoir :

FACTEURS INTERNES

1. Facteurs généraux et tendance particulière de la branche d'affaires venant en ligne de compte.
2. Trésorerie, gestion, bénéfices et perspectives de la société considérée.

FACTEURS EXTERNES

3. Facteurs externes « conjoncturels » à court terme affectant la Bourse dans son ensemble.
4. Facteurs externes à plus long terme affectant simultanément tous les cours des valeurs ; par exemple : taux du marché monétaire. (*Cf.* chapitre VII.)
5. Manipulations par des syndicats ou par des initiés. (*Cf.* chapitre XXXVIII.)

Théoriquement, un placeur prudent, soucieux de réduire sa marge de risque, ne devrait acheter de valeurs à revenu variable que lorsque les conditions suivantes sont remplies :

A. Quand les influences à long terme agissant sur la Bourse sont favorables. (*Cf.* chapitre V.)

B. Quand les facteurs conjoncturels à court terme sont favorables.

C. Quand la tendance de la branche considérée est en progrès. (*Cf.* appendice A.)

D. Quand les bénéfices de la société considérée elle-même augmentent et

E. Quand les valeurs venant en ligne de compte sont cotées par la Bourse à des cours raisonnablement modérés.

F. Quand la position graphique est saine.

En fait, l'objectif à poursuivre par l'investisseur doit être *de réduire les aléas économiques* jusqu'au point où la majorité des risques contraires se trouvent éliminés et où il a mis de son côté une série de chances favorables. Cet aspect de la question présente une importance primordiale. On ne devrait procéder à aucun achat tant que *tous* les facteurs internes et externes (tant à court terme qu'à long terme) ne sont pas simultanément propices.

L'art des placements ne consiste pas seulement à découvrir des sociétés prospères appartenant à des branches prospères, mais encore à n'acheter leurs titres que lorsqu'ils sont bon marché et lorsque les conditions boursières se présentent favorablement.

La « qualité » des titres ne suffit pas à elle seule ; on doit également considérer le « prix » et les « conditions courantes du marché ».

Méthode de placement recommandee.

Ceci posé, nous pouvons résumer comme il suit la méthode de placement que nous considérons comme la plus recommandable :

1. N'achetez de valeurs à revenu variable que si vous êtes convaincu que la tendance économique générale du marché intérieur (et, autant que possible, du marché mondial) est orientée vers l'expansion (1).

2. N'investissez vos capitaux dans des valeurs industrielles que si vous êtes convaincu que la tendance des bénéfices industriels est orientée à la hausse. (*N. B.* — Cependant certaines branches industrielles peuvent évoluer, pendant quelques années de suite, à contre-sens de la tendance générale de l'économie nationale dans son ensemble.)

3. N'investissez de fonds dans une société que si sa gestion est bonne — si l'on est en droit de penser que ses

(1) On peut citer comme exceptions à cette règle les *valeurs de mines d'or* (et, peut-être, les actions des sociétés *holding* ayant en portefeuille de grosses quantités de valeurs à revenu fixe ; et aussi, occasionnellement, les actions et parts de telle ou telle industrie « infantile »).

bénéfices vont aller s'améliorant — et si le taux de capitalisation des *bénéfices* [1] calculé par rapport aux cours de bourse récents est raisonnable, c'est-à-dire atteint 8 % ou davantage (ou a des chances d'atteindre ce pourcentage au cours du prochain exercice) [2].

4. Achetez seulement pendant les dépressions boursières intercalaires (conjoncturelles) généralisées, lorsque les cours sont tombés considérablement au-dessous de leurs maxima les plus récents.

5. N'achetez pas tant que les marchés continuent à fléchir, mais attendez que la courbe conjoncturelle, dans son ensemble, et celle de la valeur qui vous intéresse, en particulier, deviennent horizontales ou commencent à se redresser.

6. Passez des ordres *stop* avec une marge de baisse d'environ 10 %, en sorte que, si vos prévisions se trouvent occasionnellement mises en défaut, les pertes subies sur une ou deux opérations n'annulent pas la totalité des bénéfices réalisés sur beaucoup d'autres opérations.

7. Fixez à l'avance le montant de la perte que vous consentez à subir sur chaque valeur et déterminez en conséquence vos mises, vos limites et le libellé de vos ordres *stop*.

Pratiques à suivre.

En d'autres termes :

(i) En premier lieu, cherchez à anticiper sur les événements.

(ii) En second lieu, apprenez à interpréter les graphiques et attendez, pour appliquer vos propres conceptions, que le public dans son ensemble paraisse faire mine d'agir comme vous estimez qu'il devrait le faire. N'entrez pas sur le marché et n'en sortez pas trop prématurément : des poussées de hausse ou de baisse exagérées et irrationnelles sont fréquentes à la Bourse. En conséquence, analysez soigneusement vos graphiques et *attendez que la Bourse ait donné elle-même son signal d'achat ou de vente.*

Ne suivez jamais une ligne de conduite « normalement » dangereuse et erronée. En d'autres termes, évitez d'ache-

(1) Il s'agit ici du taux de capitalisation du *bénéfice* et non du taux de capitalisation, normalement inférieur, calculé sur le *dividende* distribué (*N. d. T.*).

(2) L'auteur raisonne surtout sur les valeurs cotées à New York et à Londres (*N. d. T.*).

ter dans la zone des parallèles supérieures ; ne prenez pas position à la baisse sur un marché haussier ; et ainsi de suite.

(iii) En troisième lieu, après avoir décidé, comme nous venons de le dire, comment et quand agir, devenez, dès que votre ordre d'achat a été exécuté, un automate mathématique. Fixez des limites *stop* pour vos valeurs, sans vous laisser guider par l'optimisme ni par la crainte ; laissez vendre vos titres s'ils ne répondent pas aux espoirs que vous aviez tenus pour rationnels. Laissez-les vendre même si l'accentuation de leur baisse a rendus, à *votre* point de vue, meilleur marché ou plus riches de perspectives. Rendez-vous compte, quelle que soit votre confiance en vous-même, que vous devez nécessairement vous tromper parfois. C'est pourquoi... devenez un automate.

La méthode préconisée à cette place sera généralement couronnée de succès, notre expérience de dix ans en fait foi. Mais ne vous attendez pas à tomber juste chaque fois : coupez vos pertes quand c'est nécessaire et approvisionnez-vous ainsi de fonds liquides en vue de réaliser une nouvelle opération lorsque les conditions vous sembleront redevenues favorables (en conformité avec les paragraphes (i) et (ii) ci-dessus).

Ayez assez d'imagination pour admettre que de telles conditions s'offriront de nouveau et se représenteront à maintes reprises.

Ayez des idées nettes en ce qui concerne votre facteur temps.

Notez enfin le point suivant. Lorsqu'un placeur achète un titre, il doit savoir à l'avance s'il achète pour tirer parti des mouvements de longue durée, intercalaires ou secondaires.

Q'un placeur à long terme achète des valeurs parvenues au sommet d'une poussée de hausse intercalaire, cela ne tire guère à conséquence. Mais un placeur à court terme doit se garder d'agir de la sorte.

D'autre part, tandis que les opérateurs à long terme visent principalement à réaliser des bénéfices en exploitant les mouvements à long terme des *bénéfices industriels*, les opérateurs à court terme ou à moyen terme se préoccupent surtout des oscillations secondaires des cours, qui se produisent « à cheval » sur les moyennes à long terme, pour des motifs ressortissant à la *technique boursière*. Le principal effort mental de ces opérateurs diffère

donc beaucoup de celui auquel se livre l'acheteur à long terme. Ils doivent chercher à prévoir les influences externes à court terme, plutôt que les facteurs *internes* tels que les tendances à long terme des bénéfices industriels.

A des plans d'action différents conviennent des valeurs différentes.

Il est également important pour les placeurs de reconnaître dans quelle mesure une valeur qui les séduit répond à leurs desseins à court terme ou à long terme.

Considérons, par exemple, les mouvements à moyen terme : certaines valeurs subissent habituellement des oscillations de grande amplitude (20 % à 50 %) entre leurs poussées conjoncturelles successives de hausse ou de baisse, alors que les cours d'autres valeurs ne varient, en règle générale, qu'entre des limites relativement rapprochées (5 à 15 %, par exemple). Ces dernières valeurs se prêtent assez peu aux opérations spéculatives à court terme, compte tenu des « frais » à acquitter ; les premières s'y prêtent davantage.

Ou encore, comme les pourcentages de fluctuations à court terme des différentes valeurs d'un même compartiment industriel (par exemple : groupe des sociétés d'automobiles américaines) varient habituellement dans une large mesure, les placeurs à court terme doivent rechercher celles de ces valeurs dont les oscillations sont normalement assez amples pour permettre de réaliser des profits à court terme intéressants. Au contraire, un placeur à long terme, dont le succès final dépend de l'amélioration des *bénéfices* industriels, peut être mieux placé en se cantonnant dans les titres des sociétés dont le *standing* est le plus élevé.

Personnellement, je n'aime pas m'entendre demander « ce que je pense de tel ou tel titre », à moins que mon interlocuteur ne me fasse connaître à quelle période de placement il pense lui-même Beaucoup de valeurs qui peuvent être intéressantes à conserver en portefeuille pendant trois à quatre ans offrent, au contraire, des chances très défavorables dès lors qu'il s'agit d'exploiter des oscillations à moyen terme ou à court terme.

En somme, les placeurs, dans la mesure où ils ne se cantonnent pas dans les opérations s'inspirant des principes à plus ou moins long terme exposés dans le présent ouvrage, devraient classer leurs achats en trois catégories, selon qu'ils achètent :

1. En vue de conserver les titres en portefeuille pendant plusieurs années.

2. En vue de tirer parti d'une poussée à moyen terme ou

3. En vue de jouer un « coup » à court terme.

Le placeur devrait appliquer des systèmes d'ordres *stop* distincts, adaptés à chacun de ces cas d'espèce. Il est d'ailleurs recommandable pour les placeurs de noter leurs achats sur des feuilles séparées, selon que le terme envisagé par eux pour le dénouement de l'opération est plus ou moins éloigné. Ils pourraient également noter, chaque fois qu'ils passent un ordre, le motif déterminant de leur achat et leur intention primitive en ce qui concerne la revente future. Peu de fautes sont plus communes que celle qui consiste à ne pas reconnaître clairement si l'on achète et met des titres en portefeuille en vue d'opérations à long terme ou d'opérations à court terme.

Si un plan préétabli tourne mal inopinément, il convient de se retirer du marché et de couper ses pertes.

Si vous attendez de votre intermédiaire qu'il serve utilement vos intérêts, ne lui donnez pas lieu de croire que si, après exécution d'un ordre de vente, il ne vous presse pas de réinvestir sans délai vos disponibilités, il court le risque de vous voir aller trouver l'un de ses confrères qui, dans l'intervalle, vous aura donné un « tuyau » bouillant.

Un intermédiaire sensé doit fréquemment recommander à ses clients de se tenir en dehors du marché pendant un ou deux mois de suite. Ses clients doivent s'efforcer d'encourager une pondération aussi louable en ne faisant pas sentir audit intermédiaire qu'il a du même coup toutes les chances de perdre sa clientèle pendant cette pause.

Tout intermédiaire, notons-le en passant, qui a surveillé pendant une série d'années les opérations de ses clients privés ou celles des sociétés de placement, a pris nettement conscience du fait que peu de ses clients, aux moments mêmes où il serait le plus avantageux d'acheter, auront assez de disponibilités ou assez de « cran » pour le faire.

Cette carence tient à ce que les clients ont déjà investi antérieurement tous leurs capitaux, probablement à une époque où la Bourse avait atteint un plafond de hausse, puis les ont conservés investis. Ou encore, même si les clients disposent encore de quelques ressources liquides, ils sont tellement déprimés, sous l'influence d'une série de pertes récentes, qu'ils n'ont plus assez de courage pour se décider à acheter et tiennent à « attendre que la tendance se confirme davantage ».

Et pourtant, à la Bourse, les bénéfices vont principalement aux opérateurs qui ne se bornent pas à analyser, dans un esprit d'humilité scientifique, les conditions des marchés, mais qui ont également assez de présomption pour penser que la foule peut se tromper; à ceux, en somme,

qui savent vendre pendant les poussées de hausse afin de se procurer les disponibilités nécessaires pour exploiter les poussées de baisse ; à ceux qui ne craignent pas de manquer les maxima intercalaires, car ils savent, de science certaine, que des situations attrayantes, leur offrant de nouvelles chances, se présenteront toujours par la suite.

Certes, on soutient souvent en sens contraire que le jugement porté par l'opérateur sur la situation à court terme peut être erroné et que des ventes effectuées pendant des poussées de hausse à court terme peuvent conduire à racheter les mêmes titres ou d'autres titres à des niveaux plus élevés, même si ces valeurs ont fini par réagir pendant une poussée ultérieure de baisse intercalaire.

Bien entendu, une telle éventualité peut se réaliser. Mais, à mon avis, l'opérateur à court terme habile est celui qui s'est habitué à ne pas se préoccuper le moins du monde du niveau boursier *sur la base duquel il réalise des bénéfices* — pourvu qu'il réalise des bénéfices. Un tel opérateur, s'il connaît bien son affaire, est toujours disposé à vendre lorsque la Bourse prend le mors aux dents, le public paraissant devenir exagérément optimiste, et toujours disposé à acheter lorsque la Bourse s'affaisse, le public paraissant devenir exagérément pessimiste.

Un tel opérateur sait se plier à une discipline rigoureuse en suivant strictement les règles de spéculation rationnelle dont le bien-fondé se vérifie « normalement » et en évitant les opérations spéculatives normalement erronées.

Il sait parfaitement qu'il est toujours possible de se trouver une excuse pour ne pas respecter *cette fois-ci* les « règles normalement rationnelles » (mais il ne se satisfait pas de telles excuses).

L'homme habile est celui qui ignore les exceptions — pour suivre les règles.

Parmi les clients d'un intermédiaire, ceux qui réussissent le mieux sont ceux qui, dans presque toutes les circonstances, disposent de liquidités qui leur permettent de sauter sur les occasions exceptionnellement avantageuses quand elles se présentent, c'est-à-dire quand les valeurs sont devenues exceptionnellement bon marché, soit en raison d'une vague de panique généralisée, soit

en raison d'un resserrement temporaire des crédits mis à la disposition de la Bourse.

Cette tactique suppose que l'opérateur profite des poussées de hausse pour vendre, puis conserve ses capitaux inemployés en attendant les poussées de baisse.

Beaucoup d'intermédiaires estiment, il est vrai, qu'une telle tactique diminue leur chiffre d'affaires annuel. Mais ils se trompent. Le meilleur moyen pour un intermédiaire de conserver ses clients et d'en recruter de nouveaux, c'est de *les* aider à gagner de l'argent. Or, c'est en appliquant les principes exposés dans cet ouvrage que ce résultat est le plus rapidement atteint. En effet, les clients, s'ils procèdent de la sorte, réalisent et encaissent *plus souvent* leurs bénéfices. Du même coup, les intermédiaires perçoivent des commissions beaucoup plus fréquentes (mais peu d'entre eux s'en rendent compte).

D'autre part, la rotation effective des capitaux des clients est généralement plus rapide — et, par conséquent, plus profitable pour l'intermédiaire — si les valeurs sont achetées à un moment favorable, et non à contre-temps.

Beaucoup d'intermédiaires perdent leurs clients en leur faisant accomplir des « allers et retours » à des moments (théoriquement et pratiquement) *malencontreux*, jusqu'à ce que lesdits clients aient perdu tout leur capital.

Le point essentiel à retenir est le suivant :

Si vous êtes intermédiaire et si vous souhaitez gagner de l'argent, vous devez prendre vos dispositions pour engager vos clients à acheter pendant les dépressions à moyen terme et à se résigner, s'il le faut, à conserver leurs titres en portefeuille pendant deux ans. Ce programme d'action peut vous sembler austère et désavantageux, mais vous constaterez si vous le mettez en pratique :

a) Que vos clients gagneront davantage d'argent ;

b) Qu'ils vous amèneront de nouveaux clients ;

c) Qu'ils vous resteront plus longtemps fidèles ; et enfin

d) Que votre chiffre d'affaires annuel par client augmentera, parce que les ventes et les achats auront été *judicieusement cadencés* et parce que le nombre des clients se cramponnant aux titres sur lesquels ils sont en perte aura diminué.

Les intermédiaires par trop pressés gagnent rarement autant d'argent que les intermédiaires rassis.

INDUSTRIES PROSPÈRES OU INDUSTRIES DÉPRIMÉES — 21

Comment une prudence malavisée pousse à acheter aux cours maxima.

Bien que ce soit un principe élémentaire de tactique à long terme que d'acheter pendant les récessions et de vendre pendant les booms, et bien que chacun approuve cette méthode du bout des lèvres, peu de placeurs la mettent en pratique.

Ceci tient au fait que le placeur moyen, dans son désir bien naturel d'agir à la fois avec prudence et circonspection, incline à préférer les branches industrielles qu'il sait de science certaine être en bonne posture. En fait, la plupart des placeurs n'achètent que les titres de sociétés jouissant déjà d'un degré de prospérité élevé, alors que chacun admire les bénéfices copieux de ces entreprises.

Or, de tels achats ont souvent des conséquences désastreuses. Comme nous l'avons déjà signalé, un niveau de prospérité élevé atteint par une industrie donnée stimule rapidement un afflux de capitaux frais et peut se traduire sans tarder par une surproduction. Le placeur à long terme (par opposition avec l'opérateur à court terme) doit donc, en principe, plutôt éviter les industries qui paraissent particulièrement vigoureuses et qui traversent depuis plusieurs années une période de grande prospérité.

Sauf dans le cas des monopoles (de droit ou de fait), une crise se déclenche fréquemment dans les industries trop prospères peu de temps après que leurs nouveaux outillages sont entrés en fonctionnement.

Marchés vendeurs et marchés acheteurs.

Nous reconnaissons d'ailleurs que ce risque se trouve (temporairement) réduit lorsqu'une industrie, après une période de crise et de faibles marges bénéficiaires, vient

d'entrer à nouveau dans une période où sa capacité de production est intégralement utilisée et où ses carnets de commandes sont remplis, ce qui implique, si les stocks sont épuisés, que le marché vendeur, avantageux pour les consommateurs, devient désormais un marché acheteur, avantageux pour les producteurs. En pareille occurrence, les fabricants peuvent, jusqu'à nouvel ordre, majorer leurs prix, et les intermédiaires et consommateurs, placés en concurrence, acceptent habituellement ces majorations afin d'obtenir de promptes livraisons. Par suite, une hausse de 10 % sur les prix peut avoir pour effet, si la marge de bénéfice antérieure atteignait seulement 10 %, d'accroître les profits à raison de 100 %. Et de tels profits peuvent se renouveler pendant une longue série de mois jusqu'à ce que : ou bien la demande finisse par être saturée, ou bien les nouveaux outillages finissent par entrer en exploitation. Il peut même advenir, si la demande se maintient ou si la période, dite de « gestation », nécessaire pour monter le nouvel outillage est longue (1), que l'industrie puisse jouir de plusieurs années de prospérité intense et continue.

Par conséquent, un boom industriel ne doit pas être considéré invariablement comme constituan dans ttous les cas un motif de vendre sans délai les valeurs « soufflées » par ce boom. Néanmoins, les booms sont « normalement » dangereux : aussi ne doit-on jamais perdre de vue cette excellente règle, valable pour les cas « normaux ».

(Nous ajouterons néanmoins que les fabricants ne majorent pas toujours leurs prix, même quand ils pourraient le faire. En Angleterre, par exemple, l'industrie de la rayonne commença vers le début de 1934 à travailler à pleine capacité. Cependant le groupe principal qui dominait cette industrie, au lieu d'exploiter les consommateurs qui avaient perdu leur liberté de marchandage et au lieu de relever les prix aussi rapidement que possible, déclara qu'il avait l'intention de maintenir des prix modérés et d'agrandir rapidement ses usines, de manière à stimuler la demande à long terme en appliquant une politique de bon marché continu. Ainsi fut empêché de se développer prématurément le « boom » des bénéfices et des cours qui aurait pu se produire. Mais une telle tactique constitue l'exception qui confirme la règle.)

(1) Quelques années dans le cas des plantations de caoutchouc. Quelques mois seulement dans le cas de l'industrie de la radio.

Les taux de capitalisation des sociétés en « boom » devraient être élevés.

Enfin, les actions des sociétés en état de boom comportent un risque spécial. Beaucoup de placeurs répugnent tellement à acquérir les actions de sociétés déprimées qu'ils invitent leurs fondés de pouvoir à sélectionner seulement les titres des sociétés les plus prospères et les plus fortes financièrement. Par suite, les intermédiaires choisissent celles des sociétés qui travaillent à pleine capacité, sont parfaitement gérées, possèdent une forte trésorerie et réalisent des bénéfices exceptionnels, c'est-à-dire les sociétés en plein essor. « Vous ne pouvez pas trouver une société plus prospère » affirment-ils — et leurs clients achètent. Cependant il est fréquemment advenu que les cours de telles valeurs aient monté en flèche, jusqu'à ce que le taux de capitalisation, calculé sur les *bénéfices*, se soit abaissé à 3 % ou 4 % (1), précisément parce que tout le monde achetait et parce que la société jouissait d'une prospérité « anormale ». De telles hausses se produisent fréquemment même dans le cas de sociétés qui ne pourraient pas doubler leur production ou leurs bénéfices actuels sans recourir à un apport de capitaux frais. Et pourtant un tel doublement pourrait seul justifier les cours gonflés par l'engouement des acheteurs, en portant le taux de capitalisation, calculé sur les *bénéfices*, à 6 % ou 7 % — taux raisonnable pour des valeurs spéculatives.

En d'autres termes, il existe souvent, pour les actions des sociétés en plein essor, faisant des heures supplémentaires, dont le rendement (par rapport aux cours de bourse) ne dépasse pas 3 % à 4 %, une possibilité latente de baisse de l'ordre de 50 %.

Il n'existe probablement pas de société, travaillant *déjà* à pleine capacité et faisant des heures supplémentaires, qui mérite de voir ses bénéfices capitalisés à 3 % — sinon peut-être dans l'hypothèse où la demande, de toute évidence, est loin d'être satisfaite, où une année (ou davantage) est nécessaire pour édifier une nouvelle usine, où il n'existe pas de produits succédanés et où les producteurs sont résolus à majorer les prix imposés aux consommateurs et sont en état de le faire.

(1) Plus bas encore dans les pays affectés par une inflation progressive (*N. d. T.*).

Exception à la règle déconseillant d'acheter pendant les booms.

Acheter des valeurs afférentes à des branches et à des sociétés en plein essor ne constitue une politique recommandable, du point de vue des placeurs à long terme, que :

a) Si la société se trouve jouir d'un monopole de fait.

b) Si l'offre ne peut être éventuellement accrue qu'au bout d'un an ou deux, en raison de la longue période de gestation d'un nouvel outillage.

c) Si la demande grandit si rapidement que même les outillages supplémentaires ne sauraient probablement suffire à satisfaire tous les besoins.

Cependant ces conditions sont rarement remplies. Aussi le placeur à long terme doit-il normalement se méfier des industries et sociétés extrêmement prospères — en raison, notamment, du fait que la Bourse surévalue, en règle générale, leurs titres.

Des succès anormaux réalisés dans une branche industrielle doivent mettre en garde les capitalistes, plutôt que les inciter à acheter.

22

FAUT-IL ACHETER VERS LE DÉBUT DES REPRISES ?

Une dépression ne justifie pas en elle-même des achats.

S'il est « normalement » malsain d'acheter les valeurs d'industries prospères, en plein essor, il n'est pas non plus nécessairement recommandable d'acheter les valeurs d'industries déprimées et languissantes, pour la simple raison qu'elles sont déprimées. Au cours de chaque récession, il se présente une heure opportune pour les achats, de même que survient pendant chaque boom une heure opportune pour les ventes.

Certes, si une dépression frappant une industrie donnée s'est prolongée pendant plusieurs années, si différentes sociétés de cette branche sont déjà tombées en déconfiture et si la demande du public pour les produits de cette industrie présente un caractère permanent, on réalisera probablement une opération à long terme avantageuse en achetant les actions de celles des sociétés de ce compartiment dont les prix de revient sont relativement bas, pourvu que les trésoreries de ces entreprises soient suffisamment fortes pour leur permettre de continuer à tenir pendant plusieurs autres années de dépression.

Mais le fait que des industries sont déprimées ou ont été déprimées depuis un certain temps ne constitue pas à lui seul une raison valable pour se décider à des achats. On peut, il est vrai, escompter (sauf s'il s'agit d'industries moribondes) que la reprise se dessinera quelque jour et que les sociétés les plus fortes survivront : mais, en attendant, la dépression peut se prolonger pendant quelques années et les trésoreries peuvent, dans l'intervalle, s'affaiblir à un point tel que les cours des actions risquent de fléchir à des niveaux très bas. On doit donc se garder d'acheter trop prématurément.

A mon avis, le meilleur moment pour acheter en période de dépression se place en fait à l'heure où certains symptômes ont déjà donné lieu de penser que la dépression est en voie de se terminer.

Achetez de préférence vers le début des reprises.

De plus, l'expérience enseigne que, dans une branche donnée, les renversements de tendance annuels sont exceptionnels : la prospérité ou la dépression d'une industrie se prolongent, au contraire, généralement pendant des années, en fonction de la durée de gestation des nouveaux outillages, etc.

Le début des reprises, c'est-à-dire le commencement (et non le terme) d'une longue période de prospérité, constitue donc, du point de vue des investisseurs à long terme, un moment très opportun pour s'intéresser à une branche industrielle. Si l'on agit de la sorte, on peut habituellement faire travailler profitablement ses capitaux pendant trois ou quatre ans, en courant la chance de réaliser une plus-value susceptible d'atteindre 200 % ou 300 %.

C'est un principe d'investissement à long terme extrêmement utile que de se porter acheteur lorsque, au lendemain d'une longue période de dépression, les bénéfices annuels commencent à se relever (ou lorsque les dividendes viennent d'être majorés pour la première fois).

Signalons en passant un autre argument en faveur des achats orientés vers les branches en voie de redressement (et non vers les industries déjà extrêmement prospères). Une usine encore insuffisamment employée a beaucoup plus de chances de doubler ou de tripler ses bénéfices (et les cours des actions monteront en conséquence) qu'une usine utilisée au maximum de sa capacité.

D'autre part, le risque de rétrograder de 50 % n'est pas plus élevé pour une société en début de reprise que pour une société en plein essor (en réalité, le risque est beaucoup moins grand dans le premier cas!). Puisque donc les sociétés en voie de redressement ont beaucoup plus de chances d'augmenter leurs bénéfices, il convient de les préférer aux sociétés en état de boom.

En termes de moyennes : même si, sur dix sociétés sélectionnées, les actions de deux seulement d'entre elles triplent de valeur (soit une plus-value totale de 400 points). ces deux hausses suffiraient à couvrir des pertes de 50 % essuyées sur les huit autres. Moralité : préférez les valeurs des sociétés en voie de reprise à celles des sociétés en état de boom.

Ce qu'il faut rechercher.

La ligne de conduite idéale consiste probablement à orienter ses achats vers les branches déprimées mais en reprise, en choisissant soigneusement des sociétés vigoureuses, offrant des perspectives intéressantes, *dont les rendements et les profits sont déjà élevés* bien que leur outillage soit encore *incomplètement* employé : ainsi, en cas d'accentuation de la reprise, de telles sociétés disposent d'une large marge d'expansion des bénéfices, sans qu'il leur soit nécessaire de faire appel à des capitaux frais.

Il faut, nous le reconnaissons, avoir des nerfs solides pour porter ses achats sur des affaires déprimées dont les bénéfices et les dividendes ont constamment fléchi au cours des derniers exercices. Néanmoins, une telle tactique à long terme est, incontestablement, plus rationnelle que celle consistant à acheter durant les périodes de grande prospérité. Aux achats des périodes de boom succèdent généralement à brève échéance des effondrements de cours, tandis qu'aux achats des périodes de dépression succèdent normalement des hausses.

La seconde année d'une reprise, caractérisée tant par la courbe des cours que par la courbe des résultats (fléchissement de la courbe des pertes ou relèvement de la courbe des bénéfices), constitue habituellement la période d'achat la plus sûre.

Méthodes pour reconnaître la reprise.

Pour reconnaître si une société donnée est en reprise, on dessinera la courbe de ses bénéfices annuels, puis on achètera lorsque celle-ci se sera relevée pour la première fois. Cependant il n'y a guère lieu de faire état des variations de bénéfices, à moins que celles-ci ne dépassent 1 % du capital total investi ou à moins que le bénéfice net ait progressé à raison, disons, de 10 % par rapport à l'exercice antérieur.

Si la courbe des bénéfices paraît anormale, il convient d'examiner les bénéfices de sociétés concurrentes se livrant à des opérations similaires. On prendra également en considération l'orientation du marché du travail pour la branche en question, l'évolution du prix de vente de ses produits, enfin la tendance économique générale et ses répercussions probables sur l'industrie examinée. Néanmoins, la courbe des bénéfices constitue généralement l'indice de reprise le plus sûr.

Si, cependant, la progression des bénéfices d'une société donnée est distancée par la progression des bénéfices réalisés par des sociétés similaires, c'est là souvent l'indice d'une gestion relativement médiocre et il convient plutôt d'éviter d'acquérir les titres de ces entreprises boiteuses. On écartera, notamment, les titres des sociétés qui ne se redressent que vers la fin des booms. Ceci signifie habituellement que ces affaires ne peuvent prospérer que si les conditions générales sont *exceptionnellement* favorables.

N. B. — Une série de dividendes stables ou en progression *ne* constitue *pas* toujours une recommandation favorable. On peut admettre, il est vrai, que la stabilité des dividendes signifie que la branche industrielle en question n'est guère affectée par les renversements de tendance. Mais la hausse récente des dividendes peut être le symptôme d'un risque latent. En matière d'investissements à long terme, la règle consistant à acheter sur la base des résultats *récents* d'une société n'est pas toujours bonne à mettre en pratique.

23

Préambule.

Cet ouvrage a, jusqu'à ce point, été principalement consacré à l'étude des moyens propres à réduire les chances industrielles et boursières contraires et à celle des symptômes qui révèlent si les branches industrielles, considérées séparément, ou si les valeurs, dans leur ensemble, sont dans une position sûre ou dans une situation dangereuse.

Or, cette méthode d'analyse peut également être étendue à l'étude des sociétés, considérées une par une. En effet, l'art des placements ne consiste pas seulement à acquérir des titres lorsque telle ou telle branche industrielle et lorsque la Bourse, dans son ensemble, sont dans une position saine, mais aussi à n'acheter que si une valeur donnée apparaît comme saine et si, en l'achetant, « on en a pour son argent ».

RÈGLES D'ACHAT

Il n'existe pas de règle d'achat se vérifiant dans tous les cas. Néanmoins, les règles suivantes méritent d'être prises en considération.

Évitez les aléas des entreprises nouvelles.

Abandonnez aux spécialistes les titres des sociétés créées pour exploiter des concessions minières ou territoriales vierges, des brevets nouveaux, etc.

Exigez des taux de capitalisation élevés par rapport aux cours de bourse.

Les taux de capitalisation calculés sur la base des derniers dividendes n'ont pas grande importance, pourvu que les taux de capitalisation calculés sur la base des *bénéfices nets*, après déduction des amortissements, soient suffisamment élevés : disons, 8 % à 10 % par rapport aux cours de bourse. Une telle exigence peut sembler à

première vue excessive : néanmoins le placeur prudent doit normalement s'y tenir [1]. Il se garantira ainsi contre les effondrements brutaux de cours qui affectent fréquemment les titres dont les taux de capitalisation (calculés sur les *bénéfices*) sont trop bas.

Certes, c'est sur les titres à faibles taux de capitalisation que l'on peut réaliser les bénéfices les plus copieux — mais aussi les pertes les plus lourdes. Tenez-vous en donc aux valeurs à taux de capitalisation élevés.

Les « perspectives d'avenir », à elles seules, justifient rarement des achats de titres aux yeux des placeurs réellement prudents. En effet, si le sentiment du marché se modifie brusquement, les valeurs « d'avenir » (c'est-à-dire celles dont les cours ne reposent pas sur la base de bénéfices solides) s'effondrent habituellement sans tarder. On peut gagner beaucoup d'argent sur les valeurs d'avenir lorsque la situation générale du marché est forte, mais on peut également subir des pertes considérables sur de telles valeurs. Ne perdez pas de vue que la baisse subite d'un titre, exprimée par le relèvement de 4 % à 6 % du taux de capitalisation (calculé sur les *bénéfices*) équivaut à un fléchissement de 33 1/3 %. Évitez donc en principe de courir de tels risques — étant donné d'ailleurs qu'il n'est aucunement nécessaire de les courir, car il existe *toujours* d'autres possibilités alternatives de placement. (S'il n'en existe pas, on doit admettre que le niveau des cours, dans leur ensemble, est devenu trop élevé.)

Si vous visez à conserver soigneusement intact votre capital, vous n'aurez généralement pas à vous occuper des profits qui se réaliseront d'eux-mêmes.

Méfiez-vous cependant des valeurs dont les rendements et les bénéfices sont *anormalement* élevés. De telles circonstances suggèrent d'elles-mêmes l'hypothèse que les initiés connaissent l'existence de dangers occultes. Il convient également de se méfier des valeurs des sociétés dont les actions de préférence ou les obligations se capitalisent à des taux anormalement élevés.

L'importance d'un large marché.

Il est normalement essentiel que les valeurs retenues aient un large marché, notamment pendant les phases

(1) Rappelons que l'auteur raisonne sur les conditions des marchés américain et britannique (*N. d. T.*).

d'expansion. Si quelque chose va mal dans une petite société dont les titres ont un marché étroit et si les initiés commencent à se dégager, les actions peuvent s'effondrer de 25 % avant que l'on ait une chance de conclure une vente et l'on peut même ne pas trouver de contre partie, sinon à des cours beaucoup plus bas.

Les valeurs peu connues peuvent être excellentes tant que leur marché reste actif. Mais dès qu'il se produit un renversement de la tendance de ces valeurs, l'investisseur risque de perdre, en l'espace de quelques semaines, 40 % de son capital ou davantage.

Préférez les grandes sociétés.

Il y a lieu de donner la préférence aux grandes sociétés, non seulement parce que leurs titres ont ordinairement un marché beaucoup plus large que ceux des petites sociétés, mais encore parce qu'elles peuvent s'assurer le concours de spécialistes pour tous leurs services et peuvent acheter, vendre et faire de la publicité sur une grande échelle, donc plus économiquement.

Assurez-vous de la qualité du Conseil d'administration.

Une bonne gestion est, cela va de soi, souhaitable, mais non *absolument* essentielle si la tendance économique est en forte progression. Cependant les sociétés bien gérées peuvent souvent réaliser des bénéfices même si la tendance de la branche qu'elles exploitent est défavorable. Réciproquement, des sociétés mal gérées peuvent être exposées à essuyer des pertes même si la tendance de leur industrie est favorable.

L'intégrité du Conseil d'administration présente une importance cruciale. Les actionnaires sont entièrement entre les mains du Conseil d'administration : peu d'entre eux se rendent compte jusqu'à quel point !

Donc, évitez toujours de vous intéresser à telle société dont les administrateurs sont affiliés à des groupes financiers que le marché « n'a pas en odeur de sainteté ». Évitez également de placer vos capitaux dans des sociétés dont les administrateurs passent pour « manipuler » les titres.

Méfiez-vous spécialement des administrateurs atteints de mégalomanie. Rien n'est plus fréquent que l'écroulement des projets grandioses. Ne croyez pas que de rapides augmentations du capital ni qu'une politique audacieuse

d'expansion soient invariablement synonymes de sagesse réaliste — spécialement durant un boom.

Évitez les titres extra-légers, sauf pendant les premières phases d'une reprise cyclique.

Les actions dont les prix sont minimes et dont la valeur nominale est faible exercent une curieuse fascination sur beaucoup de gens, simplement en raison du fait qu'avec un capital de £ 100 ils peuvent acheter un gros paquet de titres à des cours qui peuvent sembler « en solde ».

Mais il advient d'ordinaire que les frais d'achat et de revente sont si élevés qu'ils dévorent la majeure partie des bénéfices. A l'occasion, si l'on désire vendre, les frais peuvent monter jusqu'à 20 % (à Londres). Par exemple, pour des titres cotés 4 à 5 shillings, une baisse de 10 % sur le cours moyen se traduit souvent par une perte nette de 30 %, alors qu'une hausse de 30 % ne se traduit ordinairement que par un bénéfice net de 10 % — ce qui, bien entendu, ne peut donner de bons résultats.

Préférez les actions des sociétés à forte « multiplication ».

Si vous avez confiance dans l'avenir d'une branche industrielle, préférez les actions ayant pour contre-partie des actifs « multipliés » : nous entendons par là les actions des sociétés dont le capital actions ordinaires (évalué sur la base des *cours de Bourse*) ne représente qu'une fraction relativement *faible* des capitaux investis. En effet, après que le service des charges obligataires aura été assuré, les actions recueilleront intégralement le bénéfice de tout accroissement des profits réalisés sur la totalité des capitaux investis.

Notez cependant que, si vos prévisions sont démenties par l'événement, vos pertes grossiront en conséquence (1).

Assurez-vous que la trésorerie est raisonnablement forte.

Si vous avez la hardiesse d'acheter pendant une période de dépression, choisissez seulement les actions de sociétés ayant une forte trésorerie. On doit en effet toujours redouter qu'une période de dépression se prolonge indéfiniment.

Il est presque impossible aux sociétés faibles de se

(1) Le même raisonnement vaut, *a fortiori*, pour les parts de fondateur (*N. d. T.*).

procurer des capitaux frais en période de dépression.

Examinez la position technique du marché.

Hésitez à acheter des actions sur lesquelles on sait qu'il s'est formé une position à la hausse tenue par des mains faibles, notamment si l'on a des raisons de penser que les haussiers se sont approvisionnés à des cours très inférieurs (et vont sans doute prendre sans tarder leurs bénéfices).

Évitez également les valeurs sur lesquelles on sait qu'un syndicat opère, si elles viennent d'accomplir une forte étape de hausse. Il se peut que le syndicat commence à se liquider sous peu. (*Cf.* chapitre XXXVIII.)

Doit-on acheter en considération de l'actif immobilisé ?

Il advient parfois que l'on déniche une action ordinaire cotée, par exemple, 50 $, mais « possédant » des éléments d'actif du bilan valant, par exemple, 110 $. Il est souvent très tentant d'acheter un tel titre en se basant sur sa « valeur de liquidation » ou « valeur à casser » apparente.

On doit cependant déconseiller les achats basés seulement sur la valeur, portée au bilan, des immobilisations, même si celles-ci sont sous-évaluées par rapport à leur coût de remplacement, à moins que la tendance des bénéfices de la société ne soit déjà nettement orientée à la hausse, ce qui revient à dire que « la valeur de rendement » des éléments d'actif est appelée à augmenter rapidement.

En règle générale, les immobilisations, quel que soit leur prix de revient initial ou quelle que soit la valeur pour laquelle elles figurent au bilan, ne peuvent être liquidées que sur la base des bénéfices qu'elles permettent de réaliser au moment de la cession (quelle que soit leur « valeur à casser » inscrite au bilan) (1).

Il n'est donc, normalement, judicieux d'acheter des actions en se fondant sur la valeur des immobilisations que si ces actions ont une valeur de rendement *courante* adéquate ou, à tout le moins, si elles paraissent devoir acquérir une valeur de rendement élevée dans un avenir relativement proche.

Valeurs incorporelles.

Ne vous laissez pas effrayer par un montant élevé de valeurs incorporelles, pourvu que les bénéfices de la

(1) Cf. sur ce point *Les Fonds de Commerce*, par Bertrand Fain : Payot, Paris.

société soient copieux et les perspectives favorables. Le « fonds de commerce » est souvent plus productif que les immobilisations matérielles [1].

N. B. — Si le bilan d'une société anglaise, possédant plusieurs journaux, fait apparaître un « fonds de commerce » considérable, alors que le bilan d'une autre société ne fait pas ressortir de fonds de commerce, mais comprend beaucoup d'actions de sociétés filiales, ceci ne veut pas dire que la seconde société soit plus sûre que la première. On doit se rendre compte, en effet, que si la première société faisait revêtir à une partie de ses entreprises la forme de filiales, puis mettait en portefeuille les « actions » de ces sociétés nouvelles, elle « pourrait » donner ainsi l'impression d'avoir éliminé de son bilan le poste « fonds de commerce » et de posséder un portefeuille titres considérable. Pourtant le fonds de commerce n'aurait pas varié du fait d'un tel changement d'étiquette. Et la deuxième société (sans fonds de commerce apparent) peut fort bien n'être pas mieux placée au point de vue liquidité d'actif que la seconde (avant création des filiales). En fait, il arrive souvent que des valeurs incorporelles soient camouflées en faisant jouer la technique des sociétés *holdings*.

Nous allons résumer maintenant les démarches intellectuelles auxquelles un investisseur doit procéder lorsqu'il choisit les valeurs de son portefeuille.

L'art de sélectionner les valeurs.

Quand on choisit des valeurs à mettre en portefeuille, on doit se demander :

1. Quelles sont les branches industrielles les mieux orientées (c'est-à-dire celles qui doivent bénéficier d'une demande de remplacement différée, d'une reprise des affaires, d'une progression « géométrique » des commandes, etc.) ?

2. Quelles sont les sociétés les mieux gérées de ces branches industrielles ?

3. Quelles sont les actions les moins chères (parmi celles des sociétés les mieux gérées exploitant les branches les mieux orientées) ?

4. Quelles sont, parmi les actions les moins chères, celles qui apparaissent comme étant préférables, en se plaçant au point de vue de la lecture des graphiques ?

(1) Cf. les *Fonds de Commerce*, op. cit.

Vous pouvez alors passer vos ordres d'achat — si la situation conjoncturelle de la branche (et la situation générale) vous paraissent sûres.

On doit cependant hésiter à mettre en portefeuille une valeur à revenu variable à moins que les bénéfices escomptés *et* l'examen du graphique des cours ne semblent justifier la possibilité d'une hausse de l'ordre, disons, de 15 % d'ici trois mois ou de 30 % d'ici dix-huit mois.

Exploitation des lois de probabilité.

On ne saurait s'attendre à ce que des règles d'achat, si judicieuses soient-elles, soient invariablement confirmées par l'événement. Néanmoins, certaines lignes de conduite peuvent être considérées comme normalement sûres et d'autres lignes de conduite comme normalement dangereuses. Le placeur prudent évitera donc les manœuvres aléatoires et n'agira que dans le cadre des règles reconnues comme « normalement » sûres.

Les lois de probabilité joueront alors, à la longue, en faveur du placeur prudent ; et, pourvu qu'il adopte *également* des règles de vente rationnelles (définies au chapitre suivant), il verra son capital s'améliorer progressivement.

Opérations à contresens de la tendance.

Les placeurs à mentalité spéculative doivent, évidemment, chercher à exploiter, dans la mesure du possible, les dépressions affectant telle ou telle branche, les effondrements injustifiés dont souffrent certains titres et les réactions conjoncturelles qui s'étendent à l'ensemble de la cote.

La règle générale consistant à n'acheter qu'en période de dépression a d'ailleurs donné naissance à un dicton boursier : « Achetez quand le public vend ; et vendez quand le public achète. »

Cependant, bien qu'elle renferme une certaine part de vérité, cette règle n'est pas entièrement à l'épreuve de toute critique. Étant donné que les industries évoluent par larges fluctuations, on court le risque, si l'on achète toutes les fois que le public se met à vendre, de finir par s'encombrer de titres qui ne remonteront pas avant plusieurs années et qui, dans l'intervalle, auront pu baisser de 50 %.

De même, si l'on achète dès que les valeurs commencent à fléchir au terme d'une poussée de hausse conjoncturelle, on peut essuyer sans délai une perte de 20 %.

La méthode des délais d'attente.

Pour parer *partiellement* au risque des achats prématurés, on peut, en temps de ralentissement économique aussi bien que de fléchissement conjoncturel, attendre pour acheter que se soit écoulée une période plus ou moins longue, selon qu'il s'agit d'une récession économique ou d'un recul boursier.

Cependant une telle politique est loin d'être adéquate. Des baisses, même prolongées, peuvent s'aggraver de plus en plus et se prolonger *sine die.* C'est pourquoi il n'est pas rationnel d'acheter simplement parce qu'une baisse vient de se produire ou parce qu'elle a persisté pendant un certain temps.

Certes, les succès boursiers récompensent les placeurs qui savent acheter durant les récessions *avant que* le grand public ait pris conscience de l'opportunité des achats et qui savent vendre pendant les booms *avant que* le grand public ait reconnu que l'heure de réaliser a sonné. Mais il existe une différence immense entre le fait d'agir tôt et le fait d'agir prématurément. En pratique, l'une des meilleures règles de conduite boursière consiste précisément à ne jamais lutter contre la tendance établie, mais à attendre pour prendre position que celle-ci commence à changer de sens.

L'emploi des graphiques.

Les placeurs à long terme, par exemple, ont intérêt, au lieu d'acheter pendant que les bénéfices d'une industrie continuent à fléchir, à attendre l'heure où ces bénéfices commencent à se relever, en choisissant, de préférence, la seconde année de reprise enregistrée par le graphique des *cours*. De même, les placeurs à court terme doivent, au lieu d'acheter pendant que les différentes valeurs continuent à baisser, attendre que les courbes des cours deviennent horizontales ou se redressent légèrement.

Il est vrai que de tels revirements peuvent, à l'expérience, se révéler comme purement temporaires et causer des déceptions : il n'en est pas moins certain que la règle consistant à ne pas acheter en pleine baisse boursière est normalement judicieuse. Un placeur seulement sur mille peut nourrir l'espoir d'acheter au plus bas et, comme des baisses antérieures peuvent toujours s'accentuer, il est beaucoup plus sûr d'attendre l'heure où la baisse paraît avoir été surmontée et où l'accélération baissière semble

avoir cessé d'agir, tout eu moins temporairement, plutôt que d'acheter en pleine baisse, alors que le nombre des vendeurs paraît être toujours supérieur à celui des acheteurs (1).

Agissez avant la masse, mais ne luttez pas contre la tendance établie.

Le principe consistant à ne pas ramer contre le courant et à n'acheter qu'à l'heure des reprises vaut, non seulement pour les cours des différentes valeurs et pour les courbes à long terme des bénéfices, mais également pour les oscillations conjoncturelles à court terme qui affectent l'indice général des valeurs à revenu variable. N'achetez donc pas tant que la courbe de l'indice conjoncturel hebdomadaire continue à fléchir et tant que le moral boursier reste nettement déprimé ; tenez-vous à l'écart tant que cette courbe n'est pas redevenue horizontale ou n'a pas marqué un léger redressement.

Résumé des règles précédentes.

Pour nous résumer, la meilleure tactique d'achat consiste :

(a) A s'efforcer d'acheter pendant les réactions avant que le public, dans son ensemble, ait pris conscience de l'opportunité des achats.

(b) A ne pas acheter tant que la baisse se poursuit, mais à attendre de préférence le début des reprises — en prenant position, si possible, pendant le premier trimestre du mouvement de hausse présumé

La méthode idéale consiste, en fait, à acheter des valeurs au moment où elles commencent à se redresser pour la première fois après la baisse (en observant les règles graphiques du chapitre XVII). Ce principe vaut aussi bien pour les placements à long terme que pour les spéculations conjoncturelles à court terme.

(1) Ajoutons cependant que la règle consistant à ne pas acheter sur les marchés en baisse s'applique davantage aux « valeurs d'avenir » nettement surévaluées eu égard aux circonstances (et qui, par suite, peuvent tomber beaucoup plus bas si la confiance dans l'avenir continue à s'amenuiser) qu'aux valeurs donnant des bénéfices substantiels et offrant de bonnes perspectives qui paraissent déjà sous-évaluées.

Vendez en cas de détérioration interne.

En ce qui concerne la vente des titres : les valeurs à revenu variable peuvent baisser tant pour des motifs internes que pour des motifs externes. L'influence des facteurs externes n'agit, d'ordinaire, que temporairement : aussi l'opérateur à long terme (en tant que distinct de l'opérateur à court terme) peut-il, dans une certaine mesure, ne pas en faire état. Les facteurs internes, au contraire, sont toujours importants et, lorsqu'ils se manifestent, il y a généralement lieu d'agir d'urgence.

Un précepte excellent que devraient respecter tous les opérateurs, tant à court terme qu'à long terme, consiste à vendre leurs valeurs dès qu'apparaissent les premiers symptômes d'affaiblissement interne, soit d'une branche industrielle, soit d'une société, et à ne pas attendre pour réaliser leurs titres qu'une reprise secondaire se produise, de peur que les hebdomadaires financiers n'aient eu le temps d'analyser la situation et de provoquer une recrudescence de ventes.

Une règle commode pour ceux des placeurs à long terme qui n'ont pas le loisir de surveiller étroitement l'évolution interne des sociétés où ils placent leurs fonds consiste à vendre sans tergiverser dès que le dividende est réduit ou dès que les bénéfices nets annuels sont inférieurs de 10 % à ceux de l'exercice précédent (1).

N. B. — Une réduction du dividende final ou intérimaire est ordinairement l'indice qu'il convient de vendre *immédiatement*, car une telle réduction signifie généralement que le conseil d'administration, en possession d'informations de première main, n'est pas satisfait de la position de trésorerie ou de l'état du carnet de commandes.

N. B. 2. — Si une société industrielle (ne jouissant pas

(1) Calculés en pouvoir d'achat constant.

d'un monopole de fait) abaisse le prix de vente de ses autos, de ses colorants, de sa rayonne, etc., et déclare qu'une telle mesure est la conséquence d'une politique progressive de production en masse ou de la réduction du prix de revient, soyez sceptique. Il est bien rare que les sociétés abaissent leurs prix de vente par pure bonté d'âme ou parce que les prix de revient ont diminué. Une telle réduction est habituellement l'indice que le carnet de commandes est amaigri et que les conditions de travail de la branche industrielle en question deviennent défavorables. Demandez-vous donc s'il ne serait pas judicieux de vendre immédiatement vos titres et de ne pas les racheter tant que les prix de vente des produits n'auront pas augmenté ou tant que la courbe des profits ne se sera pas redressée.

Mettez en lieu sûr les deux tiers de vos bénéfices sur le papier.

En matière de prises de bénéfices, et qu'il s'agisse d'opérations à long terme ou à court terme, les placeurs devraient toujours prendre tous les bénéfices acquis, aussitôt qu'ils observent des signes d'affaiblissement interne affectant soit une branche industrielle, soit une société donnée.

Si, au contraire, aucun symptôme d'affaiblissement interne ne se manifeste, laissez grossir vos profits jusqu'à ce que les valeurs apparaissent comme surévaluées. Vendez alors aussitôt que le graphique des cours commence à vaciller ou que les cours se contractent à raison, par exemple, de 5 % par rapport au cours maximum atteint.

Une troisième règle pratique consiste à essayer de ne jamais laisser un bénéfice dépassant 15 % se transformer en perte. Passez un ordre *stop* (vente) « à glissière » qui vous conserve entre la moitié ou les deux tiers de vos bénéfices sur le papier. Si vos plus-values sur le papier continuent à augmenter, « faites glisser » votre limite *stop* en conséquence.

Vendez vos « valeurs d'avenir » lorsque la conjoncture boursière devient défavorable.

Les opérateurs à court terme se trouveront généralement bien de vendre toutes leurs « valeurs d'avenir » dès que la conjoncture boursière devient défavorable après une hausse récente, notamment si ces valeurs ont

monté vigoureusement. La majorité des « valeurs d'avenir » s'effondrent de 15 % ou davantage lors de chaque conjoncture mauvaise. C'est pourquoi, si vous opérez à court terme, vendez par principe *toutes* vos « valeurs d'avenir » lorsque la Bourse devient nerveuse et lorsque l'argent se fait rare.

Ne gardez que les valeurs qui s'appuient sur des taux de capitalisation (calculés sur les *bénéfices*) intéressants.

La question des ordres stop (*vente*).

En ce qui concerne les prises de pertes : nous avons déjà recommandé de couper toutes les pertes atteignant 20 % de la mise ; cependant la question des prises de pertes mérite d'être développée quelque peu davantage en se référant aux principes graphiques.

Les placeurs qui achètent dans le voisinage des parallèles inférieures certains titres qui oscillent avec évidence à cheval sur une moyenne *horizontale* devraient, en règle générale, placer leurs ordres *stop* (vente) quelque peu audessous du dernier minimum enregistré afin de permettre à leurs titres d'osciller au-dessus du niveau qui paraît constituer la limite de la zone de résistance probable.

Par analogie, si une valeur semble orientée à la hausse, l'ordre *stop* (vente) devrait être placé légèrement au-dessous de la prolongation imaginaire de la parallèle inférieure ascendante. En d'autres termes, un tel ordre *stop* ne serait débordé que si la courbe des cours commençait à « sortir de la piste ». (*Cf.* chapitre XVII).

Il convient de relever la limite de vente *stop* si les cours continuent à monter.

Enfin, si vous vous risquez d'aventure à acheter une valeur dont la moyenne des cours va s'abaissant, placez votre « cran d'arrêt » à l'extérieur de la parallèle inférieure apparente ou encore juste au-dessous du niveau le plus bas récemment atteint. Mais si une telle vente *stop* doit se traduire par une perte dépassant 20 %, abstenez-vous d'acheter.

Règles se rapportant à la vente de titres dont on est encombré.

Il convient de mentionner ici un autre point concernant le problème des ventes.

Bien que nous ayons énoncé des règles détaillées pour les prises de bénéfices et pour l'application d'ordres *stop* (vente) aux valeurs récemment acquises, un lecteur qui ouvre ce livre pour la première fois, et spécialement s'il

vient d'hériter, durant une période de dépression, peut avoir en portefeuille certains « rossignols » sur lesquels il essuie des pertes considérables et dont il ne sait pas s'il doit les conserver ou non.

En de telles circonstances, une bonne règle — en admettant que les titres soient de défaite suffisamment facile — consiste à vendre dans tous les cas où l'on ne se soucierait pas de consacrer des capitaux frais à l'achat des mêmes valeurs, même si leurs cours étaient légèrement inférieurs (à concurrence des frais d'achat). Les placeurs qui réussissent sont ceux qui savent se résoudre facilement à vendre. Prenez donc garde à ne pas vous habituer à vous cramponner à vos mauvaises valeurs.

Par-dessus tout, ne prétendez pas que vous ne pouvez pas vendre, après que vos titres ont baissé, *parce que la perte serait trop forte.* En fait, la perte est déjà là.

Considérez donc vos titres sur la base des cours du jour — *sans vous soucier du prix que vous avez payé naguère* — et regardez-les simplement comme des « réceptacles » de votre argent, que vous n'avez aucune raison de continuer à utiliser dès que vous pouvez en trouver de plus sûrs. Un bon moyen de surmonter la répugnance naturelle que l'on éprouve à consolider les pertes subies sur d'anciens placements consiste à découvrir de meilleurs placements et à procéder sans délai aux arbitrages qui s'imposent.

On trouvera au chapitre XL quelques observations complémentaires sur cette importance question.

Ventes pour faire de l'argent.

Si le placeur est obligé de réaliser des titres pour faire de l'argent liquide, il aura toujours intérêt à vendre en premier lieu les valeurs *les plus mauvaises* et offrant le moins de chances favorables qui figurent dans son portefeuille. Sachez résister à la tentation puissante, mais destructrice de capitaux, consistant à vendre en premier lieu les meilleurs titres ayant les marchés les plus larges — dans l'espoir que les autres titres, ceux qui sont difficiles à réaliser présentement, remonteront ultérieurement.

Les valeurs dont les bénéfices tendent à décliner ont presque toujours des marchés étroits, sont presque toujours sous-évaluées par rapport à leur valeur intrinsèque *au moment considéré* et sont appelées à languir pendant des années aux frais des gens qui « escomptent l'avenir ».

Défaites-vous en donc de suite, même si elles vous paraissent bon marché *eu égard aux circonstances actuelles* [1], et renoncez à la folie d'attendre des reprises qui peuvent ne pas survenir avant qu'une nouvelle et considérable baisse ne se soit produite.

Une leçon bien difficile à apprendre, certes! — Une des preuves les plus décisives de force de caractère en matière de placements.

Règles fondamentales de vente.

Voici donc, essentiellement, les règles de vente que nous préconisons :

1. Vendez *sans délai* en cas de détérioration interne.

2. Coupez vos pertes dès qu'elles atteignent 20 % de vos mises.

3. Ne laissez jamais des bénéfices substantiels se transformer en pertes. Consolidez les deux tiers de vos bénéfices sur le papier.

4. Vendez toujours vos « valeurs d'avenir » au point culminant des poussées de hausse conjoncturelles (ou dès le début des réactions).

5. Demandez-vous s'il n'est pas judicieux de réaliser certaines valeurs toutes les fois qu'elles se rapprochent de leurs parallèles supérieures.

(1) C'est-à-dire aux derniers bénéfices, dividendes, bilans connus (*N. d. T.*).

26 RÉCAPITULATION

Parvenus à ce point, nous allons rappeler brièvement les principales conclusions pratiques auxquelles nous avons abouti depuis le début de cet ouvrage.

1. Méfiez-vous des branches en état d'ébullition. La prospérité nourrit, normalement, les germes de son déclin futur.

2. Efforcez-vous d'acheter vers le début des reprises, lorsque les bénéfices viennent de se remettre à progresser.

3. Préférez les branches en voie d'essor rapide (industries « géométriques »).

4. Proposez-vous d'acheter pendant les dépressions conjoncturelles, mais attendez que l'indice général des cours ait commencé à se redresser pour la première fois.

5. Les valeurs retenues par vous devraient posséder les qualités suivantes :

(i) Taux de capitalisation *élevé* des *bénéfices* par rapport aux cours de bourse.

(ii) Un marché large.

(iii) Une bonne gestion.

(iv) Une forte trésorerie.

6. On peut réaliser des bénéfices (mais aussi des pertes) exceptionnels sur les sociétés dont le capital obligataire est relativement élevé par rapport au capital actions ou sur celles dont les prix de revient sont relativement élevés.

7. Que votre système d'ordres *stop* (ou de limites) soit toujours adéquat à vos bénéfices possibles :

(i) Vendez dès que vous perdez 20 % sur une valeur.

(ii) Vendez en cas d'affaiblissement interne d'une société.

(iii) Vendez les valeurs dites « d'avenir » lorsque la conjoncture boursière se gâte.

(iv) Ne laissez jamais des bénéfices substantiels se

transformer en pertes. Consolidez les deux tiers de vos bénéfices « sur le papier ».

8. N'effectuez jamais d'opérations *normalement* erronées.

9. Équilibrez correctement vos mises : en d'autres termes, répartissez intelligemment vos risques.

27 CAS OU UNE PRUDENCE PARTICULIÈRE S'IMPOSE

Ayant suggéré quelques règles d'achat et de vente, nous nous proposons maintenant de mettre les placeurs en garde contre certaines éventualités fréquentes, notamment contre celle consistant à se trouver surchargé de titres au point culminant des booms.

Les cinq principaux types de booms ou de booms en miniature qu'il convient de redouter sont :

1. Les booms qui affectent une branche industrielle donnée.
2. Les booms qui affectent une valeur donnée.
3. Les booms « d'émissions nouvelles ».
4. Les booms économiques généralisés.
5. Les poussées de hausse intercalaires.

Booms affectant des industries isolées.

Comme nous l'avons déjà indiqué ci-dessus, les booms qui affectent des industries isolées attirent des capitaux frais et, lorsque la période de mise en œuvre de ces capitaux est achevée, il se produit normalement une crise, laquelle affecte, non seulement les sociétés champignons, mais encore les valeurs directrices du compartiment.

Une règle primordiale consiste à ne pas acheter pour le portefeuille de valeurs rattachées à une branche industrielle donnée lorsque celle-ci est anormalement active et lorsque les actions sont également entraînées par une hausse violente — notamment si la période de mise en train de nouveaux outillages est courte et si le taux de capitalisation (calculé sur les *bénéfices*) des titres est faible. La hausse peut se poursuivre pendant quelques mois : à la longue, cependant, un effondrement est inévitable.

En principe, les placeurs à long terme devraient vendre les valeurs rattachées à des branches industrielles en état de boom dès que ces actions (où dès que la courbe de l'indice des valeurs à revenu variable du compartiment) tombent au-dessous du dernier minimum conjoncturel ou s'abaissent, disons, à 20 % au-dessous du dernier maximum.

De telles baisses sont ordinairement — mais non, bien entendu, nécessairement — l'indice que l'intérêt du public pour le compartiment s'affaiblit et qu'une grave dépression de la branche en question a commencé.

Avant tout, n'achetez pas d'actions surévaluées, qui viennent de baisser considérablement, dans l'espoir de bénéficier de fortes reprises. Lorsqu'un effondrement est amorcé, il y a peu de chances pour qu'une reprise se manifeste avant longtemps.

Booms soudains sur des valeurs isolées.

Venons-en maintenant aux valeurs isolées qui se mettent à entrer en ébullition. Il advient très fréquemment que des administrateurs de sociétés peu scrupuleux fassent une publicité scandaleuse à leurs actions et induisent le public en erreur en lançant des rumeurs de toute sorte au sujet des recettes de l'exercice en cours, des bénéfices escomptés, des émissions d'actions gratuites, des projets de fusion, et ainsi de suite, leur intention étant de « repasser » des titres à un public crédule.

Méfiez-vous donc des valeurs en hausse rapide si le conseil d'administration n'est pas au-dessus de tout soupçon ou si l'on sait que des syndicats manipulent ces valeurs. Même si l'on croit que les administrateurs sont sérieux, on doit se méfier des titres qui montent jusqu'à capitaliser leurs bénéfices à des taux très bas, si les cours sont basés seulement sur des rumeurs de bénéfices futurs escomptés trois ou quatre ans à l'avance.

Booms généralisés d'émissions nouvelles.

Un troisième danger à éviter est celui qui est inhérent aux booms de valeurs nouvelles.

Périodiquement, les épargnes et les crédits bancaires deviennent si abondants que le public se trouve disposer d'une pléthore de fonds. Les lanceurs d'affaires attendent parfois pendant des années, que ces conditions d'euphorie se réalisent et, dans l'intervalle, ils accumulent dans leurs classeurs toutes sortes d'émissions en puissance. Les plans de financement basés sur des brevets et procédés nouveaux constituent ordinairement l'appât le plus populaire.

De même, lorsqu'un boom vient de se produire dans une branche industrielle donnée, les lanceurs d'affaires s'efforcent d'en tirer parti. Ils mettent à flot toutes sortes de sociétés champignons dont les devis et les prospectus ap-

paraissent presque invariablement comme absurdes quand on les relit deux ans plus tard. Néanmoins, le public souscrit avec empressement parce que les actions des sociétés assises ont atteint désormais des cours très élevés. Bien plus, les émissions nouvelles elles-mêmes se négocient ordinairement avec de fortes primes, manifestement exagérées.

Dans les dix-huit mois qui suivent, la plupart de ces sociétés champignons s'effondrent et leurs actions baissent normalement de 50 % ou davantage par rapport aux cours d'émission. D'ailleurs, les valeurs directrices des compartiments à la mode baissent également, dès que l'influence des investissements de capitaux frais se fait sentir.

Méfiez-vous donc de ces booms d'émissions nouvelles à l'occasion desquels on fait absorber au marché force valeurs de « pieds humides ». Elles sont toujours le prélude de nombreux naufrages ultérieurs ; il arrive même que les bonnes valeurs des autres compartiments se trouvent impliquées dans de tels effondrements, en raison des ventes forcées devenues nécessaires pour financer les pertes essuyées sur les mauvaises valeurs ou pour rembourser les crédits consentis aux spéculateurs par les banques et les intermédiaires lorsque ces prêts viennent à être révoqués.

Méfiez-vous des booms de Bourse.

En dernier lieu, méfiez-vous des booms généraux du marché des valeurs.

Vers la fin de chaque période d'expansion, les valeurs à revenu variable, dans leur ensemble, atteignent ordinairement des niveaux exagérés, avant que de s'effondrer. Ces effondrements commencent, habituellement mais non dans tous les cas, graduellement, puis s'accélèrent de plus en plus.

Or, il suffit, pour les provoquer, de l'apparition d'un événement défavorable, économique, monétaire ou politique, qui ébranle la confiance. Les prises de bénéfices entrent alors en jeu et la nervosité fait tache d'huile. A l'optimisme succède le pessimisme. Les placeurs les plus prudents se hâtent de réaliser leurs bénéfices. Les spéculateurs vendent pour rembourser leurs emprunts ; et, simultanément, les acheteurs tendent à se retirer du marché. Certains cours baissent en conséquence et beaucoup d'ordres *stop* (vente) sont exécutés. Il en résulte un flot de nouvelles ventes qui ébranlent de plus en plus le

moral boursier. La nervosité s'étend et se transforme en méfiance ; et la méfiance engendre davantage encore de ventes. Aussi les cours continuent-ils à baisser. Les banques révoquent alors généralement leurs prêts en raison de la réduction des couvertures de garantie. Ces révocations sont, à leur tour, la cause de ventes supplémentaires. Ainsi, la baisse s'accélère cumulativement jusqu'à ce que — après seulement quelques soubresauts secondaires — un niveau de cours exagérément bas soit finalement atteint : c'est précisément l'évidente absurdité de ce niveau qui, seule, peut ramener de nouveaux acheteurs.

Le point à retenir, c'est que, si le public perd confiance et si les porteurs rivalisent subitement de hâte pour encaisser leurs bénéfices « sur le papier » ou pour vendre afin de rembourser leurs emprunts aux banques, ils essayent, au total, d'extraire de la Bourse davantage de fonds que les nouveaux épargnants et les emprunteurs des banques ne lui en apportent. Même si l'excédent des ventes ne dépasse pas quelques millions, il en résulte un tel gonflement du flottant et une telle chute des cours que, généralement, des centaines de millions de bénéfices sur le papier s'évanouissent subitement en fumée. (Lisez soigneusement l'appendice C.)

Résistez à la séduction des marchés en ébullition.

On voit, par conséquent, quand on considère les booms dans leur ensemble, que les placeurs doivent être ultra-prudents. Si une partie du public gagne de l'argent sur une valeur ou sur un groupe de valeurs, un individu normal doit se sentir irrésistiblement tenté d'accourir et de prendre position. L'on se bouscule pour acheter et les cours des valeurs fusent à des niveaux absurdement élevés. La curieuse attirance magnétique des booms annihile tout esprit critique et refoule les résolutions les plus raisonnables, même chez les placeurs expérimentés.

Si, cependant, un placeur désire réussir, il doit se familiariser à l'avance avec ces tentations et se tenir constamment en garde contre elles. Un effondrement succède *toujours* à un boom ; et l'effondrement lui-même est toujours violent et toujours plus rapide que la hausse.

C'est pourquoi les placeurs *doivent* apprendre à s'écarter des valeurs placées dans une position économique ou technique dangereuse. Ils pourront regretter, pendant les quelques mois suivants, d'avoir suivi cette ligne de conduite. En fin de compte, néanmoins, ils se féliciteront

toujours d'avoir observé cette politique de prudence.

Un sage précepte consiste à ne jamais se laisser attirer impulsivement dans le tourbillon d'un marché en plein boom. Si l'on prend position à la hausse de propos délibéré ou si l'on détient déjà des titres, on doit passer des ordres *stop* à limites rigides et ne les révoquer en aucun cas.

Si les valeurs continuent à monter, relevez vos limites *stop*. Mettez en lieu sûr les deux tiers de vos bénéfices sur le papier.

Poussées de hausse intercalaires.

Plus une poussée de hausse intercalaire s'accentue et plus les opérateurs à court terme doivent faire preuve de circonspection. Généralement, comme nous l'avons indiqué, les reprises intercalaires débutent par une activité accrue portant sur les valeurs directrices du marché dont les cours montent du même coup. Vers le milieu de la poussée intercalaire, les valeurs de second ordre s'ébranlent à leur tour. Ultérieurement, on observe un ralentissement relatif des opérations traitées sur les valeurs directrices, mais, simultanément, une activité fébrile se déploie sur la plupart des valeurs de seconde zone (1). Une telle fébrilité, à elle seule, constitue normalement un signal d'alarme.

Il n'en est pas moins certain que l'on peut, au cours de chaque poussée de hausse intermédiaire, gagner davantage d'argent en travaillant les valeurs de seconde zone qu'en opérant sur les valeurs directrices. Mais la plupart des placeurs commettent l'erreur suivante : ils réalisent leurs valeurs directrices dès que les cours de celles-ci font ressortir des plus-values substantielles ; puis, comme les autres valeurs directrices ont tellement montré qu'elles paraissent devenues trop chères, ils bourrent leurs portefeuilles de valeurs de seconde zone, acquises à peu près vers le sommet de la hausse intercalaire.

On peut, il est vrai, si l'on a de la chance, empocher vers la fin d'une poussée intercalaire de rapides bénéfices à court terme sur des « valeurs de bric à brac ». Mais, pour ma part, dès que l'indice général des cours atteint le voisinage de la parallèle supérieure, je préfère de beaucoup aux valeurs de second ordre les *valeurs à rendement élevé*, jouissant d'un large marché. En effet, dès que la réaction

(1) Littéralement : cats and dogs — chiens et chats.

intermédiaire aura commencé, les valeurs de second ordre baisseront à coup sûr beaucoup plus rapidement que les valeurs de grande classe à rendement élevé et deviendront quasi invendables, si bien que l'opérateur ne pourra pas en tirer d'argent ni se créer ainsi des disponibilités pour exploiter la dépression intercalaire qui vient de s'amorcer.

En d'autres termes, lorsqu'une poussée de hausse intercalaire se développe, n'alourdissez pas votre portefeuille avec des valeurs de second choix, mais achetez des titres d'une classe de plus en plus élevée et présentant de moins en moins les caractéristiques des « valeurs d'avenir ».

D'autre part, lorsqu'une dépression intercalaire est survenue, lorsque le reflux est en marche et lorsque les cours des valeurs directrices ont commencé à se stabiliser et à monter, on peut sans inconvénient acquérir une certaine quantité de valeurs de second ordre, en vue de les réaliser au cours de la poussée de hausse intercalaire qui vient de s'amorcer.

Le fait que l'activité boursière s'étend à la plupart des valeurs de second ordre signifie habituellement que la poussée de hausse intercalaire tire à sa fin. Le fait que l'activité boursière, *au lendemain* d'une dépression intercalaire, s'étend à la plupart des valeurs directrices, en même temps que se produit une hausse modérée, signifie normalement que la réaction touche à son terme.

Les mêmes remarques restent plus ou moins valables, *mutatis mutandis*, quand on se place au point de vue des placements à long terme.

Une augmentation du nombre des valeurs largement négociées par rapport à l'ensemble des valeurs cotées constitue donc un indice « normal » de danger. (Il pourrait être utile de tenir à jour un graphique du nombre des valeurs activement traitées.)

28

DÉPRESSIONS BOURSIÈRES

Effondrements boursiers.

Un grave effondrement boursier peut aisément survenir au terme d'une période de forte expansion économique [1]. Voici comment les choses se passent en pareil cas :

Les valeurs à revenu variable ayant (en dépit de l'élévation éventuelle du taux de l'intérêt) monté en fusée jusqu'à ne plus se capitaliser (sur la base des *bénéfices*) qu'à à un taux très faible, par exemple 4 % ou moins, il est évidemment nécessaire, pour que les cours se maintiennent à un tel niveau, que les perspectives d'avenir restent invariablement favorables. Si, néanmoins, ces perspectives s'altèrent (en raison, par exepple, d'un fléchissement des bénéfices nationaux — ou d'une crise politique — ou d'un accroissement du nombre des chômeurs — ou d'une tension bancaire) et si les futurs bénéfices industriels se trouvent menacés de ce chef, l'influence du « bon moral » qui soutenait le marché s'évanouit d'un seul coup. Les valeurs à revenu variable sont vendues précipitamment par leurs possesseurs devenus nerveux, les limites de vente sont abaissées, les ordres *stop* (vente) sont réalisés et les cours se mettent à baisser violemment. A ce moment, les banques révoquent généralement leurs avances en raison de la contraction de la valeur des titres déposés en couvertures. Par suite, le rythme des ventes s'accélère et celles-ci continuent, interrompues seulement par de brèves reprises techniques, jusqu'à ce que le taux de capitalisation des valeurs (calculé sur les bénéfices) ait fini par remonter à un niveau raisonnable, par exemple 6 %.

Or, si l'effondrement boursier fait remonter le taux de capitalisation des valeurs de 4 à 6 %, ceci équivaut à une baisse de 33 1/3 % et, si ce taux est porté à 7 %, la baisse totale des cours atteindra 47 %. En de telles occurrences,

(1) Rappelons que la politique de « plein emploi », si elle est mise en œuvre avec succès, doit normalement prévenir des « effondrements » analogues à celui enregistré en 1929 (*N. d. T.*).

beaucoup de placeurs voient disparaître l'épargne de toute leur vie, notamment s'ils avaient opéré avec des capitaux empruntés. Par conséquent, il est essentiel pour les placeurs de ne pas se laisser prendre dans de tels effondrements.

Surveillez la courbe des bénéfices nationaux.

Ces effondrements se produisent généralement au terme d'une forte expansion, mais, théoriquement, ils peuvent également survenir en tout temps. Il suffit pour cela d'un changement à vue de l'humeur du marché, à un moment où le taux de capitalisation des valeurs à revenu variable est bas.

En connexion avec la disparition soudaine de la confiance, la courbe des bénéfices nationaux constitue un facteur qu'il est extrêmement important de suivre de près.

Si, après quelques années d'expansion, la courbe des bénéfices nationaux commence à se stabiliser ou, ce qui est pire encore, à décliner, tandis qu'en même temps le taux de capitalisation des valeurs à revenu variable, dans leur ensemble, reste faible, la confiance peut disparaître subitement et le public peut se mettre à vendre précipitamment ses titres. Cet empressement à se dégager peut faire tomber les cours jusqu'à ce que les taux de capitalisation (calculés sur les *bénéfices*) se soient redressés de 4% à 6%.

C'est pourquoi les placeurs devraient surveiller avec une attention toute particulière la courbe des bénéfices nationaux et se tenir prêts à vendre dès qu'elle commence à donner des signes de flottement.

Les placeurs auraient, ajoutons-le, intérêt à tenir à jour des graphiques exprimant le volume des affaires (à savoir : chômage, importations, compensations bancaires, production de fonte, wagons chargés, etc.) et à faire preuve d'une grande circonspection dès que l'une de ces courbes commence à fléchir. Cependant le volume des affaires constitue rarement pour les variations de la tendance à long terme des cours de Bourse un indice aussi sûr et aussi précoce que le total des profits, car ce volume, dans notre civilisation industrielle de production en masse, reste souvent considérable alors même que les bénéfices nationaux vont décroissant rapidement : or, évidemment, ce sont les bénéfices industriels qui agissent en première ligne sur le moral boursier et sur les cours.

Appliquez-vous donc à surveiller la courbe de l'ensem-

ble des profits nationaux et soyez prudents si elle se stabilise ou si elle change de direction.

Surveillez le niveau du taux de l'escompte.

A côté de la courbe des bénéfices nationaux, deux autres facteurs méritent d'être suivis de très près, toutes les fois que le rendement des valeurs à revenu variable devient anormalement bas : nous voulons parler de la situation bancaire générale et du rapport existant entre le taux de l'escompte et le taux de capitalisation des valeurs à revenu variable.

Les spéculateurs et les sociétés financières empruntent communément aux banques des millions de livres pour acheter des valeurs de Bourse. Si le taux des emprunts bancaires reste inférieur à celui de la plupart des valeurs, les spéculateurs se laisseront aller facilement à emprunter abondamment, pour peu qu'ils escomptent des chances raisonnables de plus-values en capital. Mais si le taux de l'escompte s'élève fortement au-dessus du rendement des actions ordinaires, ou si les actions ordinaires montent à un point tel que leur rendement tombe très au-dessous du taux de l'escompte (1), peu d'opérateurs continueront à emprunter, à moins que les perspectives de plus-values ne soient exceptionnellement favorables.

Si donc le taux d'escompte est porté à un niveau élevé, alors que le rendement des valeurs à revenu variable reste faible, le placeur doit considérer que la Bourse est entrée nettement (2) dans la zone dangereuse. Il doit donc, à partir de ce moment, agir avec une extrême prudence pour ne pas se laisser surprendre par une avalanche.

Ajoutons, à ce propos, qu'une hausse du taux de

(1) Ou, plus exactement parlant, toutes les fois que le taux d'emprunt, c'est-à-dire le taux d'escompte plus, par exemple, 1/2 %, est plus élevé que le rendement net des actions ordinaires *après* paiement de l'impôt sur le revenu (on peut évaluer avec un degré d'approximation suffisant le rendement moyen en se basant sur les 100 premières valeurs d'un annuaire boursier dont le capital ordinaire émis dépasse 1.000.000 £).

(2) Cette règle comporte deux exceptions possibles : 1° si le taux de l'escompte a été relevé exclusivement pour des motifs temporaires de protection de la réserve d'or et d'action sur les cours des changes étrangers ; 2° si le taux de l'escompte a été relevé par les autorités monétaires en vue de freiner (temporairement) une tendance inflationniste, sans d'ailleurs qu'il soit dans leur intention de provoquer une déflation effective (les mesures simplement anti-inflationnistes ne devant pas être confondues avec les dispositifs de déflation).

l'escompte le portant à 5 1/2 % et au-dessus, alors que le taux de capitalisation des valeurs à revenu variable dans leur ensemble est déjà faible, doit être considérée, en règle générale (sauf en période d'inflation monétaire), comme un signal non trompeur avertissant qu'il y a lieu de vendre immédiatement *toutes* les valeurs à revenu variable, à moins qu'il ne soit absolument évident que la situation économique continue à s'améliorer. En de telles occasions, il est normalement de bonne politique de vendre le jour même où le taux de l'escompte est relevé. Certes, les cours des valeurs seront vivement ramenés en arrière ce même jour, mais il est normalement de mauvaise politique de se bercer de l'espoir de reprises. Il n'arrive que trop souvent, si l'on attend et si on laisse aux autres placeurs le temps d'analyser la situation, que les ventes se multiplient et que les cours tombent à des niveaux de plus en plus bas. C'est pourquoi mieux vaut, en principe, courir le risque de ne pas vendre aux cours maxima et être dans les premiers à se dégager. N'attendez pas que toutes vos valeurs enregistrent une nouvelle défaillance de 10 % ou davantage.

Rendement des valeurs à revenu variable comparé au rendement des valeurs à revenu fixe.

Un troisième facteur qu'il convient de surveiller est celui du rendement des valeurs à revenu fixe par comparaison avec celui des valeurs à revenu variable.

Si le taux de capitalisation des valeurs à revenu variable est inférieur à celui des valeurs à revenu fixe, au moment où les placeurs prudents peuvent avoir de bonnes raisons de douter de l'avenir économique, il y aura tendance de leur part à arbitrer leurs valeurs à revenu variable contre des valeurs à revenu fixe, c'est-à-dire à échanger des titres dont les dividendes sont faibles et dont la valeur en capital est incertaine contre des obligations dont le rendement actuel est plus élevé et dont la valeur en capital est probablement mieux garantie (1).

Récapitulation.

Pour nous résumer, voici les trois principaux risques d'effondrement auxquels sont exposés les placeurs :

(1) Il va de soi que, strictement parlant, un arbitrage « national » valeurs à revenu variable contre valeurs à revenu fixe se heurterait à une impossibilité théorique, pour la simple raison que toute vente suppose un achat de contrepartie et que quelqu'un doit

1. Une hausse des valeurs à revenu variable ramenant leurs taux de capitalisation à un niveau bas et, notamment, à un niveau inférieur à celui du taux des valeurs à revenu fixe (1).

2. Un relèvement du taux de l'escompte le portant au-dessus du taux de capitalisation des valeurs à revenu variable.

3. Un fléchissement des profits nationaux.

Si l'une de ces conditions se réalise, le placeur devra se tenir particulièrement sur ses gardes. Si les hypothèses 1 et 2 se concrétisent, il n'est pas nécessaire ordinairement de vendre immédiatement toutes les valeurs à revenu variable, car, dans bien des cas, il ne se produit pas de recul général des valeurs à revenu variable avant un délai assez long. Néanmoins, en dépit de ce délai possible, un homme prudent devrait, dès que l'une (ou plusieurs) de ces zones dangereuses aura été abordée, se préoccuper de serrer les voiles pour se prémunir contre un orage soudain. Il se gardera d'emprunter en de telles périodes et s'efforcera de se tenir à distance respectueuse des valeurs dites « d'avenir. S'il spécule, il sera inflexible, dans l'application de ses limites d'ordres *stop* (vente).

Il est difficile de prédire les variations du moral boursier.

Bien entendu, le problème principal que les placeurs ont à résoudre en de telles circonstances consiste à distinguer les réactions conjoncturelles purement intercalaires des réactions qui marquent effectivement le début des dépressions prolongées. C'est là une tâche très ardue.

Nous avons déjà insisté sur le fait que, dès qu'une zone dangereuse a été atteinte, c'est en première ligne le « sentiment » qui provoque l'effondrement des cours des valeurs.

posséder les titres vendus. Cependant les efforts tentés par les actionnaires pour arbitrer leurs titres impliquent des offres d'actions à des cours de plus en plus bas, avec ce résultat que la rivalité des placeurs cherchant à se débarrasser de leurs actions provoque une violente dépression des cours. Les obligations, d'ordinaire, montent simultanément, à moins que les capitaux provenant de la vente des actions ne soient thésaurisés — ou affectés à des dépenses privées — ou utilisés pour rembourser des emprunts bancaires — ou appliqués à des émissions nouvelles.

(1) Ce critère ne vaut pas, ou guère, en période d'inflation, mais essentiellement, comme l'indique l'auteur, quand l'horizon économique se charge de nuages (*N. d. T.*).

Cependant le « sentiment » est un phénomène psychologique et tous les graphiques et statistiques du monde sont de peu d'usage quand il s'agit de déterminer exactement à quel moment et dans quelle mesure l'esprit humain va réagir défavorablement en présence de tels ou tels événements économiques et politiques.

En certaines occasions, bien que la hausse des valeurs à revenu variable ait ramené leurs taux de capitalisation à des niveaux très bas, la confiance générale se maintient néanmoins intacte, même si les bénéfices nationaux fléchissent appréciablement. En d'autres occasions, la confiance peut s'effriter soudainement, même si les profits continuent à augmenter et si la main-d'œuvre reste recherchée. Le problème qui se pose est donc, dans une certaine mesure, un problème imprévisible de psychologie des foules.

Aussi, en pratique, la meilleure ligne de conduite consiste-t-elle : en premier lieu, à reconnaître sans délai les zones dangereuses, dès que l'on vient d'y pénétrer ; puis, en second lieu, à décider que, toutes les fois qu'une réaction, dont l'amplitude dépasse l'écart conjoncturel normal (soit, par exemple, 7 % vers la fin d'une expansion), affecte l'indice général des valeurs à revenu variable, on admettra que le flux vient de faire place au reflux — même si l'on n'attendait pas ce revirement pour une date aussi rapprochée ; et, par voie de conséquence, l'on s'assurera à tout prix contre le risque d'être pris dans une baisse de grande amplitude pouvant atteindre de 30 % à 50 %.

En de telles occurrences, une excellente règle pratique consiste à vendre toutes les valeurs à « perspectives d'avenir », c'est-à-dire celles dont les cours ne sont pas encore justifiés par leurs rendements, et à passer sur les autres valeurs des ordres *stop* (vente), avec une marge d'écart étroite par rapport aux cours récents.

En somme, nous recommandons de considérer sous l'angle large de la prévision économique l'indice national des valeurs à revenu variable et de décider que, aussitôt que cet indice commencera (après que l'on est entré dans une zone économique dangereuse) à fléchir dans une mesure dépassant celle des oscillations conjoncturelles normales (1), l'on vendra la majorité de ses valeurs à revenu variable, en appliquant les règles valables pour

(1) Ou encore si l'indice atteint un minimum conjoncturel inférieur au minimum précédent (Cf. chapitre XVII).

les « revirements en baisse » de la tendance principale des cours.

Une telle politique peut, à première vue, sembler singulièrement audacieuse et trop radicale : mais, en réalité, cette stratégie du type napoléonien épargnera au placeur les pertes énormes que les opérateurs essuient régulièrement à l'issue de *chaque* période d'expansion.

L'observation rigoureuse de cette règle suppose une grande fermeté morale et, au moment même où on l'applique, elle peut apparaître comme erronée. Cependant, six à douze mois plus tard, le placeur se rendra compte que sa politique inflexible, consistant à rester systématiquement à l'écart d'un marché surchargé, avait été extrêmement judicieuse.

Résignez-vous à perdre quelque peu (ou encore à subir des manques à gagner) vers la fin d'une expansion.

Digression

Y a-t-il lieu de déserter complètement les valeurs à revenu variable lorsqu'une période d'expansion s'achève ?

Arrivé à ce point de notre exposé, il y a peut-être lieu pour nous de répondre à une objection qui pourrait être soulevée à l'encontre de la tactique préconisée ci-dessus (chapitre IV), consistant à réaliser pratiquement *toutes* les valeurs à revenu variable lorsqu'une période d'expansion paraît atteindre son terme.

Si notre thèse (exposée au chapitre VIII) est correcte et s'il existe, presque à toute époque, certaines branches qui évoluent dans une direction opposée à celle de la majorité des industries et qui réalisent de copieux profits pendant les périodes de dépression économique généralisée, on pourrait, à première vue, considérer qu'on aurait tort d'arbitrer intégralement toutes ses valeurs à revenu variable contre des valeurs à revenu fixe au moment où le terme d'une période d'expansion paraît atteint (le remploi en obligations étant effectué après que les effets de la tension du crédit paraissent avoir été surmontés).

A première vue, cette objection semble raisonnable ; cependant l'on ne doit pas négliger les considérations suivantes.

En premier lieu — et bien qu'une réduction des taux d'intérêt finisse pas stimuler l'industrie du bâtiment et les dépenses des municipalités —, il est très difficile de

sélectionner les industries qui semblent avoir des chances de bien faire. Peut-être vont-elles, tout au contraire, se mettre à languir si une dépresssion économique générale se produit.

En deuxième lieu, même si l'on a la main heureuse et si l'on sélectionne précisément les quelques industries qui vont continuer effectivement à prospérer, il y aura toujours de grandes chances pour que, en dépit de la progression des bénéfices des sociétés exploitant ces branches, les cours de Bourse ne reflètent pas ces bénéfices.

Pendant chaque période de dépression, les valeurs à revenu variable s'attirent une solide réputation d'insécurité et les capitalistes se montrent beaucoup plus préoccupés d'éviter des pertes que de réaliser des profits. Aussi, même si les bénéfices de certaines industries continuent à progresser, les opérateurs disposant de nouvelles épargnes les placent principalement en obligations et cherchent à se tenir complètement à l'écart du marché des actions. Il y a donc de grandes chances pour que les cours des actions de sociétés prospères ne montent pas appréciablement, même en cas de progression considérable de leurs bénéfices (1).

Le schéma suivant traduit l'influence des facteurs économiques sur ces industries exceptionnelles.

En principe donc, le placeur circonspect aura généralement intérêt, au point culminant de chaque expansion, à arbitrer toutes ses valeurs à revenu variable contre des valeurs à revenu fixe (2) — en attendant pour procéder à cet arbitrage que la tension du crédit ait été surmontée et que l'indice des valeurs à revenu fixe ait commencé lui-même à se redresser légèrement —, plutôt que d'essayer de sélectionner les rares industries destinées à remonter le courant dominant.

Quand doit-on racheter des valeurs à revenu variable ?

Les investisseurs devraient attendre pour acheter des valeurs à revenu variable :

(a) Que la baisse ait affecté la majorité des valeurs ;

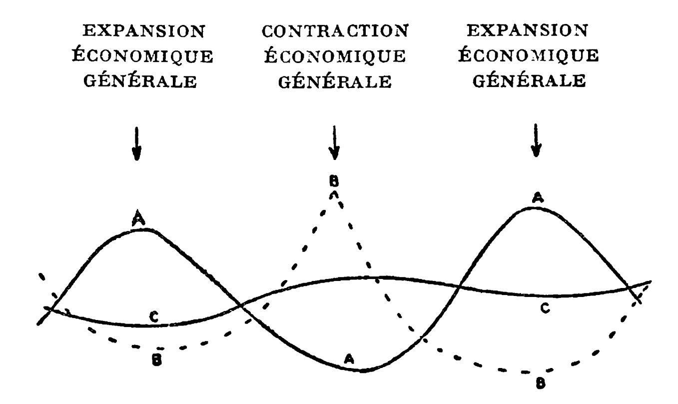
(b) Que le taux d'escompte soit à nouveau tombé au-

(1) A l'exception possible des actions de mines d'or et des actions de sociétés exploitant un petit nombre d'industries « infantiles ».

(2) Sauf, peut-être, en ce qui concerne les actions de sociétés de mines d'or, dont les prix de revient s'abaissent habituellement durant les périodes de dépression, bien que leur production et leurs prix de vente ne soient pas affectés.

dessous du rendement *tant* des actions ordinaires *que* des obligations, par exemple à 4 % ; enfin :

(c) Si les placeurs désirent prendre le maximum de précautions, ils devraient, en théorie, attendre que la courbe des bénéfices nationaux se soit à nouveau redressée après une dépression intermédiaire. Cependant



Courbe A : Évolution des cours des valeurs à revenu variable en général.
Courbe B : Courbe qu'auraient dû suivre les cours des actions de quelques industries, toutes choses égales d'ailleurs, en raison de leurs bénéfices.
Courbe C : Courbe que suivent effectivement ces cours, en raison des influences générales agissant sur la Bourse.

on pourra, ordinairement, prendre position en engageant une fraction de son capital avant que ce redressement soit intervenu, pourvu que l'indice général des valeurs à revenu variable ait commencé à remonter et, en outre, pourvu que la courbe de cet indice ait passé par un maximum et un minimum conjoncturels plus élevés que les précédents (*Cf.* chapitre XVII).

Gardez-vous d'essayer de tirer parti du « fond » des baisses.

Il convient cependant de mettre le lecteur en garde contre la méthode qui consiste à essayer de profiter du minimum absolu atteint, soit par l'ensemble des valeurs, soit par une valeur donnée. Si l'on a perdu de l'argent en ne vendant pas en temps opportun, ou même si l'on a vendu habilement au point culminant de la hausse, on

sera grandement tenté de réussir un coup d'éclat en achetant près du point le plus déprimé, atteint au plus fort de la panique, par exemple après six mois de réaction. Or, de telles tentatives de coups d'éclat se révèlent normalement comme désastreuses et sont d'ailleurs basées sur une fausse conception théorique.

Certes, les actions peuvent sembler très bon marché et très attrayantes lorsque l'on en compare les cours avec ceux qui étaient pratiqués quelques mois auparavant. Certes, le taux de capitalisation de leurs bénéfices peut être devenu élevé, sur la base des profits du dernier exercice.

Ayez cependant le bon sens de vous rendre compte que vous avez affaire à un type nouveau de marché déprimé et que les sociétés, au cours de l'exercice à venir, vont publier des résultats inférieurs (bien qu'il puisse se faire que peu de symptômes de cet état de choses se manifestent de prime abord et bien que l'espoir d'une reprise *prochaine* soit le mot d'ordre invariable des hommes politiques et de la Presse).

Rendez-vous compte que seules les valeurs à revenu fixe vont monter continuellement (pourvu que les finances publiques soient gérées avec un minimum d'habileté). En effet, chaque fois que les valeurs à revenu variable s'apprécieront, leur hausse se heurtera aux ventes massives des initiés (qui n'ignorent pas que les carnets de commandes se dégarnissent) et leurs cours seront ramenés en arrière. Par suite, les valeurs à revenu variable oscilleront en baissant en zigzags, les seuls acheteurs étant des opérateurs naïfs, ignorant la durée normale des dépressions industrielles et dont les seuls mobiles d'achat sont les résultats bénéficiaires « récents » de telle ou telle société et le fait que les titres « paraissent » désormais bon marché, par comparaison avec les cours antérieurs.

Faites, au contraire, preuve de largeur de vues et évitez d'essayer de tirer parti des minima : les risques sont beaucoup trop grands. En fait, visez, de propos délibéré, à manquer tous les « fonds » de baisse. Attendez pour prendre position que l'indice national des valeurs à revenu variable ait repris une allure horizontale, puis se soit redressé. Même alors, n'achetez qu'en vous pliant aux règles définies ci-dessus, c'est-à-dire attendez que les bénéfices des sociétés choisies par vous se soient nettement améliorés (ou que leurs pertes aient nettement

décru) et que les cours de leurs actions (ainsi que l'indice national conjoncturel) aient tous les deux accompli les mouvements de reprise de rigueur définis dans le chapitre consacré aux graphiques.

C'est une politique d'avidité à courte vue, indigne d'opérateurs à long terme éclairés, que d'essayer de tirer parti des minima cycliques avant que la dépression soit mûre, avant que les ventes forcées aient pris fin et avant que la confiance dans l'avenir de l'industrie et des valeurs à revenu variable, dans leur ensemble, ait été à nouveau restaurée. Une telle ligne de conduite est *normalement* mauvaise.

Cultivez l'art de « savoir attendre » — jusqu'au jour où tous les facteurs internes et externes, à court terme et à long terme, seront, une fois de plus, redevenus simultanément favorables.

La seconde année de reprise constitue la période d'achat la plus sûre. Évitez d'acheter trop tôt, après quelques mois seulement de dépression boursière, les valeurs des branches industrielles qui continuent à décliner.

Emploi des moyennes mobiles.

Ajoutons qu'une moyenne mobile, calculée sur deux cents jours, en utilisant, par exemple, l'indice Dow-Jones des valeurs industrielles (pour le marché américain), constitue généralement une courbe utile à tenir, du point de vue des placements à long terme.

Quand (les conditions définies dans le résumé ci-après étant accomplies) le chiffre quotidien (porté sur le graphique) tombe, après sa hausse prolongée, *au-dessous* de la moyenne mobile calculée sur deux cents jours, il est généralement judicieux de vendre.

Réciproquement, quand, après une baisse prolongée, la courbe au jour le jour passe à droite et *au-dessus* de la moyenne mobile calculée sur deux cents jours, il est généralement judicieux d'acheter.

Résumé

Conditions à redouter.

1. Le rendement des valeurs à revenu variable devient inférieur à celui des valeurs à revenu fixe [1] ; l'indice

[1] Ce critérium ne vaut pas en période d'inflation progressive (*N. d. T.*).

général des valeurs à revenu variable a réagi, disons, de plus de 7 %, par rapport au maximum enregistré et a fini par descendre au-dessous du dernier minimum conjoncturel.

2. Les bénéfices nationaux trimestriels se stabilisent ou fléchissent.

3. Le taux d'escompte dépasse les taux de capitalisation des valeurs à revenu variable et des valeurs à revenu fixe.

Conditions dont il convient d'attendre qu'elles se réalisent, vers la fin des dépressions, avant de réinvestir en valeurs à revenu variable.

1. Le rendement des valeurs à revenu variable, calculé sur les *bénéfices*, dépasse le rendement des valeurs à revenu fixe (1).

2. Le taux d'escompte tombe au-dessous des taux de capitalisation *tant* des valeurs à revenu variable *que* des valeurs à revenu fixe.

N. B. — Cette circonstance encourage les opérateurs à emprunter aux banques pour acheter des valeurs à revenu fixe. Par suite, des ressources supplémentaires affluent à la Bourse et sont affectées progressivement à l'achat de valeurs à revenu variable de premier ordre, ce qui engendre un mouvement de hausse sur les valeurs des compartiments dont les perspectives ont cessé d'être par trop défavorables (1).

3. Un redressement de l'indice général des valeurs à revenu variable par rapport au minimum atteint, cette progression dépassant quelque peu la moyenne normale des hausses conjoncturelles (par exemple, une progression de 10 % par rapport au minimum), ce qui révèle que l'opinion générale boursière à l'égard des valeurs à revenu variable commence enfin à s'améliorer. (Des minima et maxima conjoncturels de plus en plus élevés et la tendance de la courbe à « abandonner la piste orientée à la baisse » fournissent aussi généralement des indications utiles). (*Cf.* chapitre XVII.)

4. Un relèvement des bénéfices nationaux et de l'emploi de la main-d'œuvre.

(1) Signalons que, non seulement l'abaissement du taux de l'escompte encourage à emprunter en vue d'opérer sur les valeurs à revenu variable, mais que l'abaissement simultané des taux d'intérêt sur les dépôts (jusqu'à un taux très inférieur au taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe) pousse les capitaux à émigrer des dépôts vers les remplois en obligations à rendement plus élevé. Or cet afflux de ressources supplémentaires vers la Bourse constitue un facteur important de reprise boursière.

29 PANIQUES

Il existe ou existait trois sortes de paniques :
(i) Les paniques boursières.
(ii) Les paniques bancaires.
(iii) Les paniques industrielles.

Paniques boursières.

Les paniques boursières peuvent survenir au cours de n'importe quelle phase économique. Elles peuvent être provoquées par des paniques bancaires, par des paniques industrielles, par la révocation de crédits bancaires ou, simplement, par la peur.

Les ordres de vente se multiplient, les ordres d'achat s'amenuisent, les limites des ordres *stop* (vente) sont débordées et les prêts sont révoqués. La Bourse peut s'effondrer de 25 % en quelques jours.

Le troisième jour des ventes *d'affolement* est habituellement (mais non toujours) propice aux achats avantageux.

On assiste ensuite normalement à une reprise dont l'amplitude atteint le tiers de la baisse antérieure. Puis, *ordinairement*, la Bourse continue à rétrograder vers des niveaux toujours plus bas.

Les paniques boursières éclatent très fréquemment vers la fin des longues périodes de hausse frénétique, lorsque des nouvelles inattendues impriment une nouvelle orientation au « sentiment » général du marché et tendent à convertir de faibles taux de capitalisation en taux de capitalisation élevés.

Paniques bancaires.

Naguère, des paniques bancaires survenaient habituellement vers le fond des crises économiques, lorsque le mauvais état des affaires et le fléchissement des cours de Bourse avaient tellement affaibli les actifs bancaires que le public des déposants affolés se précipitait aux guichets pour retirer son argent.

Cependant des paniques bancaires pouvaient également se déclencher au cours d'autres phases cycliques, à la suite (i) de sorties d'or soudaines (provoquées, par exemple, par des menaces de guerre) — (ii) de mesures législatives défavorables (par exemple : impôt sur les dépôts bancaires ou impôt élevé sur les chèques) — ou encore (iii) parce que le bruit se répandait que certaines banques avaient pris des positions spéculatives trop lourdes au cours d'un boom et étaient devenues vulnérables.

Les gouvernements intervenaient généralement en cas de paniques bancaires, soit en mettant davantage de papier-monnaie légal à la disposition des banques, soit en garantissant les dépôts.

Les paniques bancaires ne duraient habituellement que quelques jours : mais la Bourse pouvait en rester ébranlée pendant plusieurs mois.

De nos jours, pour des raisons qu'il serait trop long de développer, les risques de telles paniques sont devenus très faibles.

Paniques industrielles.

Les paniques industrielles sont rares. Elles sont causées par des vagues de crainte (économique ou politique) qui amènent les consommateurs à cesser d'acheter et les producteurs et intermédiaires à annuler leurs commandes. La circulation monétaire tarit, la vitesse de rotation monétaire se ralentit et les affaires s'arrêtent au point mort.

Les achats effectués en période de panique « paient » souvent, mais on ne saurait formuler à cet égard de règles précises, sinon que les titres mis en portefeuille doivent être bon marché, compte tenu des circonstances. Cette remarque vaut également pour les valeurs directrices du marché — à moins que l'on n'achète en vue de placements à long terme.

30 MOYENNES

Échelles d'achat.

Le système de placement que nous avons préconisé dans cet ouvrage repose sur l'hypothèse que le placeur a la main plus souvent heureuse que malheureuse dans ses choix. Cependant il est également possible, théoriquement tout au moins, de réaliser des profits en augmentant progressivement ses mises, même si l'on tombe juste moins d'une fois sur deux dans le choix des valeurs. Cette tactique est naturellement conditionnée par le maintien de fortes réserves liquides.

Il n'est pas, sans doute, d'opérateur qui n'ait envisagé la possibilité de superposer à des méthodes rationnelles de prévision économique un système mathématique consistant à accroître progressivement ses mises, dans le but de se dédommager des pertes antérieurement subies (soit en se faisant une moyenne en baisse sur la *même* valeur, soit en achetant davantage d'une *autre* valeur qu'il ne l'aurait fait normalement).

Certes, un tel système serait attrayant :

(a) Si l'on disposait de capitaux suffisants ;

(b) Si l'on pouvait être sûr que les cours monteront ou rebondiront dans la mesure nécessaire ;

(c) Si l'on pouvait avoir la certitude de bien choisir son heure et de tirer parti de ces reprises ;

(d) Si l'on n'avait pas à redouter que les opérations envisagées ne finissent par mettre à l'épreuve la résistance du marché ;

(e) Si un délai trop long ne s'écoulait pas avant que les reprises sur lesquelles on compte ne se produisent.

Moyennes coûte que coûte.

C'est une tactique dangereuse que de se faire une moyenne en baisse sur des valeurs à revenu variable (le cas peut-être différent lorsque l'on opère sur des matières premières).

Il peut être excellent de se faire une moyenne en baisse

dans les cas où les valeurs directrices du marché, rattachées à des industries prospères, paraissent avoir exagérément baissé sous l'influence de la nervosité du marché, si — mais seulement si —, après mûre réflexion, l'on achète, par exemple, la moitié des valeurs dont on a besoin au cours du jour et l'autre moitié sur une baisse de 15 % à 20 % et si l'on passe des ordres *stop* (vente) en prévision du cas où les titres continueraient à baisser. Mais il est extrêmement dangereux de se faire systématiquement des moyennes en baisse, avec des écarts mathématiques déterminés, dans l'espoir de profiter d'une reprise finale et de se dégager avec un bénéfice.

On ne saurait compter normalement sur des reprises dépassant de beaucoup 10 % net, après déduction des frais (disons 15 % brut). Même si l'on comptait, quelque peu présomptueusement, sur des reprises à pourcentages progressivement croissants, on aurait besoin pour opérer de disponibilités énormes. Il serait souvent nécessaire, pour réaliser un profit de 10 points seulement, de mettre en jeu un capital de 3.000 points!

Considérons, par exemple, l'hypothèse suivante :

Au cours de £	Nombre de titres à acheter	Prix de revient £	Cours de vente de tous les titres achetés £	Bénéfice sur l'ensemble de l'opération £
10	10	100	11	10
9	11	99	10	10
8	20	160	9	10
7	41	287	8	10
6	82	492	7	10
5	165	825	6	10
4	328	1.312	5	10
	657	3.275		

Total décaissé en cas de baisse de 60 % = £ 3.275, pour réaliser un bénéfice de 10 £ seulement.

Nous voyons donc qu'une tactique de moyennes rigoureusement poursuivie suppose un capital énorme. On peut avoir besoin pour la mettre en œuvre de fonds liquides atteignant trente fois la mise primitive — ce qui signifie que, même si l'on disposait d'un capital de £ 10.000, on ne pourrait opérer simultanément que sur trois titres, même en admettant que, sur chacun d'eux, la mise initiale se soit élevée seulement à 100 £.

Moyennes limitées.

Il n'est pas non plus raisonnable d'essayer d'éviter les conséquences mathématiques qu'impliquent les moyennes poussées jusqu'au bout en décidant d'arrêter les frais après trois baisses successives, par exemple.

Si l'on suspend les achats de moyennes du tableau précédent lorsque les cours sont tombés, pour la troisième fois, à £ 7 et si la reprise éventuelle, après de nouvelles baisses, ne relève le cours qu'à £ 6, les pertes totales sur les quatre achats successifs s'élèveront à £ (40 + 33 + 40 + 41) = £ 154 et il ne faudrait pas moins de quinze opérations successives de moyennes *poursuivies jusqu'au bout* et couronnées de succès, rapportant chacune £ 10, pour récupérer la perte subie!

L'on a dit des moyennes mathématiques que seuls les millionnaires pouvaient se les permettre et qu'ils n'étaient pas assez fous pour le faire.

Ce qui advient généralement (occasions manquées).

Cependant l'argument peut-être le plus décisif à l'encontre des moyennes, c'est que, même si des reprises adéquates interviennent finalement, l'opérateur aura fréquemment la malchance de les manquer.

Considérons, par exemple, un opérateur qui se fait une moyenne en baisse avec des écarts de 20 %. Admettons qu'il ait acheté deux fois de suite, soit à — 20 % et à — 40 %, en se proposant de racheter à nouveau à — 60 %. Mais si les cours ne tombent qu'à — 59 %, puis remontent de 19 points à — 40 %, l'opérateur aura bien vu se réaliser une reprise de 19 points (équivalant, par rapport au minimum atteint, soit — 59 %, à une reprise de plus de 30 %), mais il n'en tirera pas le moindre parti. La mauvaise chance qui l'aura poursuivi *a*) dans la fixation des écarts et *b*) dans la succession des minima et des maxima à court terme causera la faillite de son système, en dépit d'une reprise de 30 %.

Ajoutons que, si l'intermédiaire manque de diligence ou de bonheur, il se peut qu'il ne puisse traiter pour son client même si les cours tombent temporairement à — 61 %.

Et néanmoins, en dépit de ces données incontestables, le système des moyennes est énergiquement préconisé par de nombreux auteurs, ceux-ci partant d'une théorie fallacieuse d'après laquelle les moyennes aideraient

l'opérateur à réaliser de gros achats lorsque les cours sont au plus bas.

Notre conclusion, au contraire, sera que, même si la tactique des moyennes paraît mériter, à première vue, d'être prise en considération, elle n'offre guère d'avantages en pratique. En premier lieu, les choses peuvent ne pas tourner bien en chaque occurrence ; en second lieu, il est absurde d'investir, pour des raisons mathématiques, des capitaux dans une valeur, si on ne la considère pas comme la meilleure de tout le marché.

Moyennes pour se rattraper.

Tenez-vous en garde, disons-le en passant, contre la tendance très normale qui assaille invariablement tous les opérateurs en perte. Lorsqu'une valeur qu'ils possèdent vient de baisser, ils ne peuvent s'empêcher de trouver qu' « elle est maintenant vraiment bon marché ». Ils raisonnent alors ainsi : « Je ne me fais pas de moyenne à proprement parler : j'achète simplement davantage d'une excellente valeur, en raison de ses perspectives ». Tel est le sentiment invariable de tous les joueurs. C'est ainsi qu'ils se donnent des excuses à eux-mêmes pour se livrer à des opérations qui constituent virtuellement des achats de moyenne en baisse. Un système infiniment préférable consiste à couper ses pertes sans tarder et à cesser complètement d'acheter. La tactique des moyennes est celle des personnes obstinées, qui espèrent avoir raison à tout coup — c'est-à-dire des gens qui n'ont pas assez de force de caractère pour *jamais* reconnaître leurs erreurs et qui ne savent pas résister à la tentation d' « essayer de se retrouver » sur chacune des valeurs qui les ont déçus.

Se faire une moyenne en baisse n'est sans doute de bonne politique que sur les marchés des matières premières (et non sur les marchés des valeurs), lorsque les produits se vendent très au-dessous de leurs prix de revient marginaux et lorsque les prix de revient ne peuvent pas être aisément comprimés. Dans de telles conditions, une reprise *finale* est probable ; encore est-il possible qu'elle se fasse attendre pendant quelques années.

Moyennes rationnelles.

Cependant, si un intermédiaire a un client qui insiste pour se faire des moyennes sur ses titres, il devrait essayer de le mettre dans la bonne voie et lui recommander de

n'opérer que si les conditions suivantes sont réunies :

(1) Aux minima des dépressions conjoncturelles.

(2) Lorsque les cours sont nettement inférieurs au dernier maximum atteint.

(3) Seulement si les titres sont nettement sous-évalués, compte tenu des bénéfices réalisés par la société. (Évitez toujours de vous faire des moyennes sur les valeurs dont les taux de capitalisation, calculés sur les *bénéfices*, sont faibles.)

(4) S'en tenir aux industries qui sont nettement en voie de progrès.

(5) Ne jamais se lancer dans une campagne de moyennes, ni poursuivre une campagne commencée, si la baisse la plus récente a été motivée par une détérioration interne, en tant que distincte des facteurs boursiers purement externes. Dans la première hypothèse, abandonnez immédiatement, sans hésiter, votre système de moyennes : ne gaspillez pas votre bon argent pour courir après l'argent perdu.

(6) Plus une valeur est aléatoire et plus considérables doivent être les écarts des cours auxquels les achats successifs sont effectués. Des écarts de 10 % peuvent être adéquats s'il s'agit de valeurs de grande classe, notamment si on les achète pour la première fois après une forte baisse. Des écarts de 20 %, au minimum, doivent être prévus s'il s'agit de valeurs très aléatoires et, notamment, si leur marché est étroit. En effet, des écarts inférieurs à 20 % tendent à amener l'opérateur à charger trop lourdement ses mises en baisse et aussi à rendre difficile la rédaction d'ordres *stop* (vente) raisonnables. En sens contraire, des écarts plus amples risquent de faire « manquer le train » à l'opérateur, même si des reprises de 30 % ou davantage par rapport au cours minimum se produisent.

(7) Certaines personnes préconisent des achats complémentaires, effectués sans s'embarrasser d'une échelle mathématique préétablie (laquelle peut amener à opérer contre la tendance dominante d'un marché en baisse rapide), mais en s'appuyant sur des considérations économiques. Ces spéculateurs préfèrent attendre, pour prendre position, que la poussée de baisse récente paraisse avoir pris fin ; ils achètent seulement lorsque les cours semblent avoir touché le fond de la baisse et peut-être même accompli un léger mouvement de reprise, ce qui prouve que les ventes n'excèdent plus désormais les

achats. Cette tactique, évidemment, ne ressortit plus au domaine des mathématiques pures, mais à celui du raisonnement économique et elle comporte certainement le risque de faire manquer à l'opérateur les minima du marché, pour peu que la malchance s'en mêle. Néanmoins, nous estimons que, tout bien pesé, le système consistant à user de son jugement en établissant des moyennes est, en dépit de ses imperfections mathématiques, moins dangereux qu'un système aveuglément mathématique qui, si l'opérateur n'est pas favorisé par la chance, peut lui faire subir des pertes énormes.

(8) Il n'est pas à conseiller aux baissiers de se faire des moyennes en hausse, même si les marchés des valeurs qui montent habituellement deviennent de plus en plus maussades. Une valeur sur laquelle on est à la hausse ne peut baisser que de 100 %. Une valeur sur laquelle on est à la baisse peut monter indéfiniment.

Il y a lieu d'établir une distinction tranchée entre la méthode des « moyennes en baisse » et celle des « pyramides en hausse ».

Le système de la « pyramide » consiste à accroître les mises dans les cas où les choix de valeurs effectués se révèlent heureux.

Les augmentations successives de mises peuvent consister dans l'achat d'un nombre de titres décroissant, croissant ou identique ; dans l'investissement de sommes d'argent décroissantes, croissantes ou identiques ; et (ou) à des écarts de cours décroissants, croissants ou constants.

Pour être couronnées de succès, les pyramides doivent toujours être combinées avec des ordres *stop* (vente) rigides.

Une méthode de pyramide très en honneur consiste à abaisser les enjeux initiaux — en partant de l'idée que les risques de réaction grandissent lors de chaque étape successive de hausse — (ce qui n'empêche pas la valeur de l'enjeu total d'augmenter progressivement).

Une échelle très à la mode s'établit ainsi : 100 titres, 50 titres, 25 titres, en continuant par tranches de 25 titres et en fixant les limites *stop* (vente) au cours de l'avant-dernier achat.

Par exemple :

Achat N°	Cours	Titres achetés	Prix de revient	Stop à	Résultat si l'ordre stop est exécuté	
—	—	—	—	—	—	
	$		$	$	$	$
1	40	100	4.000	35	— 500	= — 500
2	45	50	2.250	40	— 250	= — 250
3	50	25	1.250	45	+ 500 — 125	= + 375
4	55	25	1.375	50	+ 1.000 + 250 — 125	= + 1.125
5	60	25	1.500	55	+ 1.500 + 500 + 125 — 125	= 2.000
6	65	25	1.625			
			12.220			

Total risqué (sur limite *stop*) .	= $	500
Bénéfice réalisé	= $	2.000
Rapport du bénéfice au risque.	=	400 %
Capital employé	= $	12.220
Rapport du bénéfice au capital	=	16 ½ %
Hausse totale des cours	=	62 ½ %
Compte non tenu des frais.		

D'après le tableau ci-dessus, on pourrait faire une opération blanche en échouant *complètement* quatre fois de suite, si une hausse atteignant 62 1/2 % permettait, la cinquième fois, d'aller jusqu'au sixième achat ; mais on ne pourrait échouer sans perte que deux fois de suite si, lors de la troisième expérience, la hausse, ne dépassant pas 50 %, cessait lors du cinquième achat. — Programme assez peu attrayant !

Autre méthode.

Si l'on bâtit la pyramide par *quantités* égales successives de *titres* ou par *mises* égales successives, la meilleure règle à observer (en ce qui concerne l'échelle des mises, les écarts des cours d'achat et les ordres *stop* à passer) consiste peut-être *à ne jamais laisser un achat intermédiaire malheureux balayer la totalité des profits de l'achat antérieur.* Mais si l'on suit cette ligne de conduite, l'on doit, cela va de soi, avoir soin de tenir compte de la nature des titres et de l'ampleur de leur marché afin de passer, dans chaque cas d'espèce, des ordres *stop* rationnels.

Si l'on se rallie à cette méthode, on pourra fréquemment réaliser des bénéfices appréciables au moyen des pyramides, tant pour des placement à long terme que pour des opérations à court terme sur compartiments à fluctuations rapides.

Cependant l'on ne doit pas perdre de vue que, si les écarts des cours d'achat ne sont pas très prononcés (c'est-à-dire s'ils n'atteignent pas 20 % ou davantage), il est malaisé de construire une échelle en hausse qui soit conforme à la règle énoncée ci-dessus, car, si les écarts sont faibles, il sera malaisé de passer des ordres *stop* raisonnables. Il convient également de noter que, dans la plupart des plans de pyramides, il est difficile de réaliser un bénéfice net avant d'avoir effectué le *troisième* achat, c'est-à-dire aussi longtemps que les titres n'ont pas monté d'environ 30 % ! Et comme les hausses *à court terme* de 30 % sont rares, les pyramides, sauf pendant les booms violents, ressortissent davantage

aux placements à long terme, sur *réactions* successives, lorsque les cours sont retombés au voisinage des parallèles inférieures orientées à la hausse (*cf.* fig. A, page 117), qu'aux mouvements de hausse *continue* à court terme.

Considérons, par exemple, le cas d'une hausse de£ 5 à £ 7 = 40 %.

Au cours de £	Nombre de titres à acheter	Prix de revient des nouveaux achats £	Vente de tous les titres à £	Résultats nets £
5	100	500	4	— 100
6	100	600	5 1/2	zéro (moins les frais)
7	100	700	6 1/2	+ 150 (moins les frais)
8	100	800	7 1/2	+ 400 (moins les frais)

Résultats : pas de bénéfice si les limites stop sont atteintes avant le troisième achat.

Pyramides par mises égales.

Ou encore, pour donner un autre exemple de pyramide par *mises* (approximativement) égales, et non progressives :

Achat N°	Cours £	Mise £	Nombre de titres	Vente de tous les titres à £	Résultats nets £
1.	5	100	20	4	— 20
2.	6	102	17	5 1/2	+ 1 1/2 (moins les frais)
3.	7	98	14	6 1/2	+ 31 1/2 (moins les frais)

Hausse de £ 5 à £ 7 = 40 %.

Pour notre part, nous ne sommes pas très partisan des pyramides. Au fond, doubler sa mise lorsque l'on est en gain, c'est simplement risquer son bénéfice. Doubler sa mise lorsque l'on est en perte, c'est-à-dire se faire une moyenne, c'est risquer de tout perdre.

L'emploi des pyramides n'en vaut la peine que si l'on escompte une hausse dépassant 30 %. De telles occasions sont rares : c'est pourquoi, réfléchissez bien avant de construire une pyramide.

Pyramides contre la totalité d'une couverture.

On peut également opérer en pyramide contre une couverture. Un spéculateur peut décider, par exemple, de risquer £ 200 en achetant, à terme, 1.000 actions de £ 1.

Au cours de	Nombre de titres à acheter	Prix de revient £	Vente de tous les titres à	Perte en Shillings	Perte en £	Bénéfice si l'opération est liquidée au cours plus élevé suivant Shillings	Livres
20/-	1.000	1.000	16/-	— 4.000	— 200	2.000	100
22/-	500	550	18/-	— 2.000 — 2.000	— 200	+ 4.000 + 1.000	350
24/-	500	600	20/-	— 2.000 — 1.000	— 150	+ 6.000 + 2.000 + 1.000	450
26/-	500	650	22/-	— 2.000 — 1.000 + 2.000	— 50	+ 8.000 + 3.000 + 2.000 + 1.000	700
28/-	500	700	24/-	— 2.000 — 1.000 + 1.000 + 4.000	100	+ 10.000 + 4.000 + 3.000 + 2.000 + 1.000	1.000
(30/-)							

Résultat :

Bénéfice	= £ 1.000
Risque	= £ 200
Rapport risque/bénéfices	= 1 : 5
Hausse des titres nécessaire pour réaliser ce bénéfice	= 50 %.

Si le cours monte de 10 % l'opérateur disposera, sur le papier, d'un enjeu supplémentaire de £ 100. Il pourra donc acheter et faire reporter, par exemple, 500 actions de plus, puis 500 autres actions si les cours continuent à progresser, son intention étant de ne jamais perdre davantage que sa couverture initiale de £ 200 (et de passer les ordres *stop* calculés en conséquence), tout en continuant à risquer la moyenne de cette couverture tant qu'il n'aura pas réalisé un bénéfice énorme.

Il convient d'établir une distinction entre ce système et celui qui consiste à accroître progressivement les engagements tout en *réduisant*, simultanément et gra-

duellement, les risques, c'est-à-dire en conservant toujours une *partie* des bénéfices acquis sur le papier.

Les spéculateurs suivant la filière ci-dessus doivent, bien entendu, être très stricts en ce qui concerne leurs ordres *stop* (vente) et ils doivent arrêter la construction de leur pyramide dès que la conjoncture boursière devient défavorable.

On peut appliquer avantageusement la méthode des pyramides aux opérations à la baisse en période de dépression.

Marchés à primes.

Les achats à primes constituent normalement un gaspillage d'argent pur et simple.

Les primes à trois mois, frais compris, s'élèvent (en Angleterre) à environ 15 % à 20 % des cours du ferme. Un déplacement de cours de l'ordre de 30 % à 40 % se produisant dans un délai de trois mois est donc indispensable pour assurer à l'opérateur un bénéfice égal au prix de revient total du marché à prime. Les chances adverses sont énormes, alors que le bénéfice probable est seulement de 1 : 1.

Le seul mérite des primes, c'est qu'elles permettent de limiter les pertes. Mais comme on peut ordinairement atteindre le même résultat, dans d'aussi bonnes conditions et sans frais additionnels, en passant des ordres *stop* (vente), il est normalement déraisonnable de gâcher de l'argent en achetant des primes.

Ampleur des bénéfices réalisables.

Si l'on opère seulement avec son capital propre, le montant des bénéfices que l'on peut réaliser à la Bourse sur une série d'années est quelque peu limité. Considérons, par exemple, les bénéfices susceptibles d'être réalisés en dix ans.

Si vous réalisez chaque année pendant dix ans un bénéfice *cumulatif* de 30 %, vous multipliez ainsi 14 fois votre enjeu primitif ; si vous réalisez chaque année pendant dix ans un bénéfice cumulatif de 50 %, vous multipliez par 57 chaque unité d'enjeu ; enfin si vous réalisez chaque année pendant dix ans un profit de 100 %, vous transformerez tout juste en mille unités chaque unité d'enjeu. Je considère, pour ma part, qu'il est déjà très beau de réaliser cumulativement chaque année un profit de 30 % et cependant on ne parvient ainsi en dix ans qu'à multiplier par 14 la mise initiale. C'est pourtant là le bénéfice maximum que l'on puisse espérer réaliser en pratique (avec un maximum *exceptionnel* de chance et d'habileté) *à moins que* l'on n'use de capitaux empruntés.

On peut, bien entendu, obtenir (en théorie) des résultats bien meilleurs si l'on utilise avec succès des capitaux empruntés à concurrence, par exemple, de 50 % du capital propre. Si, par exemple, l'on parvient à améliorer cumulativement, à raison de 30 % par an pendant dix ans, les sommes mises en jeu et si l'on emprunte au début de chaque année 50 % seulement de son capital propre (croissant), chaque unité de mise se transformera (après remboursement de tous les emprunts contractés) en 55 unités, c'est-à-dire que l'on aura réalisé des bénéfices quatre fois plus élevés que si l'on n'avait pas utilisé des capitaux empruntés.

Certes, un tel usage du crédit paraît très alléchant et constitue une tentation à laquelle succombent invariablement la plupart des opérateurs irréfléchis et tous les opérateurs avides.

Mais voici ce qui leur advient régulièrement : après avoir obtenu, éventuellement, quelques succès initiaux, ils passent par une série de fausses manœuvres et de mauvaises fortunes et leurs pertes prennent l'allure suivante :

Un opérateur qui possède, par exemple, £ 1.000 en propre se décide à jouer le grand jeu et emprunte, par exemple, £ 1.000 supplémentaires à sa banque ou à son intermédiaire en vue d'acheter des actions. Par suite, si le prix d'achat (£ 2.000) de ces valeurs baisse de 30 %, l'opérateur aura essuyé une perte de £ 600, équivalant à 60 % de son capital. Les pertes s'aggravent donc en fait exactement dans la mesure où l'on emprunte.

Et comme, en l'espace de dix ans, tout placeur passe presque inévitablement par une période au cours de laquelle il éprouve une perte moyenne de 30 %, l'opérateur qui travaille avec des capitaux empruntés court régulièrement à la ruine.

Si, en effet, le montant emprunté par lui atteint le double de son capital, celui-ci se trouvera perdu en totalité. Or, c'est ce qui arrive, encore et toujours, à des milliers de personnes au cours de chaque période de crise boursière.

Cas où les emprunts sont particulièrement dangereux.

Les deux phases boursières au cours desquelles de tels désastres surviennent le plus communément se placent :

1. Vers le point culminant de chaque boom ;
2. Vers la fin de chaque crise.

Il se forme toujours, vers le point culminant de chaque boom, un groupe d'opérateurs qui, ayant pris confiance dans leur habileté à gagner de l'argent avec des capitaux empruntés, se mettent à grossir de plus en plus leurs mises. Cependant le sentiment général boursier se modifie soudain et la bourse, qui était devenue surévaluée par rapport aux possibilités réelles (les opérateurs ayant escompté à tort de nouvelles augmentations de bénéfices), se met brusquement à baisser jusqu'au point où elle aura suffisamment escompté la réduction (et non plus l'accroissement) des bénéfices.

Si cette baisse brutale (ordinairement de l'ordre de 30 %) n'a pas « nettoyé » complètement le spéculateur, celui-ci, sous le coup du désappointement et du choc psychologique, va probablement tenter de frapper un grand coup final, afin de récupérer rapidement l'argent

perdu. A cet effet, il empruntera à la limite de ses possibilités et renforcera sa position acheteur dans l'espoir d'une reprise rapide.

Si, cependant, sa chance est « normale », la reprise sur laquelle il comptait ne se produira pas et une nouvelle baisse boursière de 15 % amènera les intermédiaires à lui réclamer des couvertures supplémentaires qu'il sera hors d'état de leur fournir. Par suite, ces intermédiaires liquideront sa position.

Telle est la ruine qui menace « normalement » *tous* les spéculateurs et « animateurs », travaillant avec des capitaux empruntés, que les succès obtenus par eux au cours de la phase ascendante ont grisés et poussés à prendre une position trop lourde vers le point culminant de la hausse des cours.

La seconde phase au cours de laquelle un grand nombre d'opérateurs sont régulièrement « nettoyés » se place au moment où, le marasme boursier s'étant prolongé, les valeurs paraissent devenues bon marché, eu égard aux circonstances, en raison de leurs taux de capitalisation élevés et où les placeurs ont l'impression (irraisonnée) que la récession est arrivée à son terme.

A ce moment, l'opérateur, désireux de réparer les pertes successives éprouvées par lui, va trouver son banquier ou son agent de change et engage toutes les couvertures dont il dispose, en vue de frapper un coup décisif

Si la Bourse fléchit alors à nouveau de 15 % ou de 20 %, des suppléments de couverture seront réclamés à l'opérateur et sa position sera probablement liquidée juste au moment où il devrait se porter acheteur.

D'ailleurs, même s'il lui reste encore quelque argent, son moral et sa confiance dans son étoile auront sans doute été si désastreusement ébranlés qu'il n'aura jamais plus le courage de s'aventurer à nouveau à la Bourse, sinon peut-être vers le point culminant du prochain boom. A ce moment, la rage d'avoir manqué la hausse le poussera à s'engager encore une fois avec des capitaux d'emprunt — tentative qui, selon toute vraisemblance, s'avérera une fois de plus désastreuse.

C'est ainsi que les spéculateurs imprudents perdent leur argent.

Tel est le sort classique de quiconque joue à la Bourse.

La morale de l'histoire peut tenir en trois mots : NE JOUEZ PAS.

Les meilleures périodes pour emprunter.

S'il est fou de contracter des emprunts hasardeux, des emprunts circonspects peuvent, par contre, être extrêmement profitables.

Les meilleures périodes pour emprunter sont celles au cours desquelles l'emprunteur éventuel éprouve psychologiquement le plus de difficulté à le faire.

Les périodes pendant lesquelles la décision est, psychologiquement, la plus facile, se placent au moment où l'on vient de réaliser sur un marché en hausse des bénéfices considérables avec ses propres capitaux. On éprouve alors l'impression que l'on peut se permettre, en toute sécurité, de jouer avec ces profits et de s'endetter en conséquence.

Mais la cruelle déesse Némésis s'est arrangée de telle sorte qu'aux poussées de hausse boursière génératrices de gros profits succèdent généralement des réactions et des poussées de baisse. Aussi advient-il couramment que le joueur, s'il emprunte seulement au moment où il vient de réaliser des bénéfices, prend position avec des capitaux empruntés à proximité d'un maximum temporaire et a la tristesse de voir ses bénéfices récemment réalisés s'en aller en fumée avec son capital, précisément à la suite de ses opérations nouvelles, montées avec des capitaux d'emprunt.

Une telle conduite est « normale » de la part de la foule. Mais un placeur méthodique doit savoir se garder de commettre de telles folies.

En fait, la bonne période pour emprunter (*s'il en est une*) se place à l'heure même où l'on a l'impression que cette opération est la moins justifiée. On ne devrait, en effet, en règle générale, emprunter que pendant les baisses conjoncturelles, au cours des premières phases de reprise, lorsque la Bourse a été faible depuis quelque temps et lorsque la courbe des cours, précédemment orientée à la baisse, vient à peine de commencer à accomplir un « crochet » en hausse — conformément aux principes définis au chapitre XVII.

Emprunts à court terme raisonnés.

Emprunter pendant les dépressions intercalaires, puis réduire progressivement sa position pendant les poussées de hausse intercalaires jusqu'à ce que les liquidités inemployées constituent une forte proportion du capital :

telle est, en théorie, la ligne de conduite la plus rationnelle.

Emprunter à proximité des « plafonds » de hausse intercalaire, puis se laisser liquider au cours des dépressions intercalaires, c'est une pure folie — mais une folie courante.

Stratégie des emprunts à plus longue échéance.

Il est rationnel, pour exploiter un mouvement prolongé, d'emprunter, sans excès, vers le début de la deuxième année de reprise (de préférence au cours d'une dépression intercalaire) ; puis de rembourser ces emprunts pendant les deuxième et troisième années de reprise (de préférence au cours d'une poussée de hausse intercalaire).

Cependant le montant des emprunts ne doit jamais être tel qu'une réaction intercalaire de, disons, 30 % puisse mettre en danger plus de 50 % du capital propre de l'opérateur.

En fait, étant donné qu'une position emprunteur de l'ordre de 20 % entraîne, s'il se produit en Bourse une baisse intercalaire de 33 %, la perte de 25 % du capital propre, je déconseille énergiquement aux emprunteurs à long terme d'emprunter davantage que 20 % de leur capital.

C'est leur avidité qui tue la plupart des spéculateurs : par conséquent, ne soyez pas trop gourmands.

En tout cas, si vous voulez opérer avec des capitaux d'emprunt, n'empruntez ni n'achetez jamais à découvert sans passer des ordres *stop* (vente).

Les emprunts en période d'inflation.

Il existe un seul cas où les emprunts sont réellement justifiés et rationnels : à savoir quand l'inflation est définitivement en marche et quand le gouvernement paraît être, jusqu'à nouvel ordre, dans l'impossibilité virtuelle de l'enrayer. En pareille occurrence, il est excellent d'être débiteur, alors qu'il est dangereux d'être créancier.

33 VIVRE DE SON REVENU OU VIVRE SUR SON CAPITAL ?

Il faut voir les choses comme elles sont.

« Un particulier ne doit pas vivre sur son capital, mais seulement sur son revenu » : cette formule passe aux yeux de beaucoup de gens pour un lieu commun de morale et d'économie domestique.

Et cependant, il est évident que, si le capital se déprécie plus rapidement que le revenu, c'est-à-dire si le particulier s'appauvrit, la ligne de conduite consistant à dépenser tout son revenu (simplement parce que celui-ci ne varie pas), sans mettre de côté une fraction de ce revenu en vue de compenser la dépréciation du capital, est économiquement malsaine.

Mon opinion personnelle, c'est que le placeur, avant de fixer chaque année le niveau de ses dépenses, doit examiner *conjointement* son compte de capital et son compte de revenu, car c'est seulement en appliquant cette méthode qu'il peut établir avec précision si, *dans l'ensemble*, sa situation est meilleure ou pire et s'il peut se permettre de maintenir son train d'existence antérieur.

Cependant l'adoption de cette ligne de conduite implique virtuellement la reconnaissance du principe d'après lequel les placements (et le niveau d'existence) doivent être dirigés en attribuant aux mouvements des cours et aux fluctuations du capital davantage d'importance qu'aux variations du revenu : à juste titre, d'ailleurs, car, la valeur du capital oscillant souvent beaucoup plus rapidement que celle du revenu que l'on en tire, le niveau d'existence justifiable doit être fixé plutôt en fonction des fluctuations du capital qu'en fonction des fluctuations du revenu.

L'attitude la plus sûre et la plus pratique que l'on puisse adopter consiste peut-être à rechercher quel serait le rendement moyen d'une fortune type constituée, par fractions égales, en obligations de premier ordre et en actions de premier ordre ; puis, ayant ainsi déterminé le taux actuel théorique de rendement d'un portefeuille-

type, d'évaluer son propre portefeuille sur la base des cours du jour ; enfin, de calculer le « revenu » susceptible d'être dépensé en appliquant à la valeur de son portefeuille, ainsi obtenue, le « taux de rendement moyen d'un portefeuille-type ».

Quel niveau d'existence peut-on se permettre ?

Nous pouvons présenter notre argumentation comme il suit :

Si les capitaux d'un particulier sont placés à 6 % et si la valeur de ces capitaux reste constante pendant une année, la situation de ce particulier, en fin d'année, se sera améliorée de 6 points.

De même, si son revenu atteint seulement 3 %, mais si son capital s'est apprécié de 3 %, la situation du particulier se sera également améliorée de 6 points.

D'autre part, si son revenu reste fixé à 6 %, mais si ses titres ont fléchi de 100 à 80, sa situation aura empiré de 14 points ; et pourtant, au regard de l'opinion publique, on le considérera comme vivant « raisonnablement » si sa dépense ne dépasse pas son revenu.

Inversement, si son capital s'est apprécié de 50 %, son revenu restant stable à 3 %, et s'il dépense 6 unités monétaires, on pourrait soutenir qu'il vit imprudemment au-dessus de son revenu.

Ligne de conduite rationnelle.

Une personne qui ne gagne pas d'argent en travaillant doit vivre de quelque chose, *même si* elle va s'appauvrissant. A mon avis, le montant rationnel des dépenses annuelles doit être calculé, approximativement, en appliquant au capital, évalué sur la base des cours de bourse *récents*, le loyer moyen *récent* de l'argent en général, par exemple : 5 % au cours de telle période, 3 % au cours de telle autre période.

Ou encore (mais cette méthode n'est pas tout à fait aussi rationnelle) un particulier pourrait décider de dépenser régulièrement 4 % (ou 5 %) de son capital et de son revenu additionnés.

Cette pratique aurait pour conséquence qu'il dépenserait moins s'il venait à s'appauvrir effectivement et qu'il dépenserait davantage quand un enrichissement effectif le lui permettrait (solution que je préconise pour ma part).

En matière de placements, il est dangereux de s'illu-

sionner sur l'importance de son revenu. On a donc intérêt à calculer à intervalles réguliers la valeur totale du capital dont on dispose et à s'efforcer, notamment en cas de moins-value, d'adapter ses dépenses en conséquence, tout en épargnant et en plaçant, si possible, une fraction de son revenu « réel », calculé comme nous venons de le dire

Cultivez votre volonté de vendre.

La plupart des manuels de placement traitent de l'art d'acheter comme étant le problème essentiel. Nous avons essayé de démontrer dans cet ouvrage que le problème des ventes est non moins important.

Les placeurs inclinent généralement à se livrer à un optimisme impulsif et dangereux : c'est pourquoi l'homme qui recherche le profit et qui prend ses placements au sérieux doit s'efforcer de réagir contre cette tendance naturelle. Il peut arriver, et l'expérience le confirme plusieurs fois par an, que les valeurs directrices du marché elles-mêmes baissent de 50 % et ne se relèvent pas. Une pièce essentielle de l'équipement du placeur consiste donc à être toujours préparé à vendre et à prendre sans délai les pertes inattendues. Il n'existe pas d'illusion plus vaine que celle consistant à espérer que l'on aura raison en toute circonstance. Quelques-uns des achats que l'on fait doivent forcément mal tourner. Pour ce motif, et quelle que soit la confiance que vous ayez dans l'avenir d'une valeur, passez chaque fois des ordres *stop*, afin de limiter vos pertes éventuelles.

Quand des pertes surviennent, elles doivent être acceptées avec philosophie : c'est une perte de temps que de les déplorer et c'est une perte d'argent que de les laisser se développer. Les vendeurs courageux font les placeurs heureux : personne ne perd autant d'argent que l'homme qui, par optimisme, se « cramponne » aux valeurs en baisse. Les ordres *stop* (vente) doivent être passés à *l'avance* — de préférence en même temps que les ordres d'achat afin de résister à la tentation très humaine de ne pas les passer ultérieurement. Ne révoquez jamais des ordres *stop*. La seule époque à laquelle un ordre *stop* doit être révisé se place après une hausse, car il convient alors de modifier le libellé de l'ordre primitif, afin de mettre en lieu sûr environ les deux tiers de tout bénéfice appréciable réalisé sur le papier.

Défiez-vous de votre optimisme; fiez-vous à votre pessimisme.

Un opérateur heureux donnait un jour à son fils l'avis suivant : « La nature humaine étant ce qu'elle est, il y a bien davantage de chances pour que vous vous abandonniez à l'espoir plutôt qu'au découragement. Ainsi donc, laissez-vous guider par votre pessimisme et réagissez contre votre optimisme. »

Selon ce principe, le placeur devrait toujours s'efforcer de découvrir les points faibles de son portefeuille et rechercher à quels arbitrages en valeurs plus avantageuses il pourrait procéder. Il devrait apprendre à modifier ses plans dès que les conditions changent ; et il devrait être préparé à vendre, lorsque la situation interne d'une société s'altère, *avant* que la presse financière ait incité d'autres actionnaires à se dégager. Par-dessus tout, il ne devrait pas rester dans le *statu quo*, en se berçant de l'espoir que ses prévisions défavorables pourront être démenties par l'événement. C'est le fait d'un opérateur habile que de savoir couper ses pertes sans retard, notamment si l'on flaire une détérioration interne, et l'on devrait tirer une légitime fierté de telles décisions — même si le fait accompli vous donne tort.

Erreurs classiques.

Les principales erreurs auxquelles les placeurs sont enclins peuvent être résumées comme suit :

Accroître ses mises sur des valeurs en vogue, au prorata de son optimisme : en d'autres termes, ne pas observer des règles rationnelles de répartition des risques.

Forcer ses achats sur des marchés en ébullition et, simultanément, omettre de passer des ordres *stop* (vente).

S'imaginer que des valeurs déprimées ne pourront pas baisser davantage et, en conséquence, révoquer des ordres *stop* lorsqu'ils sont sur le point d'être exécutés.

S'imaginer que la hausse a des chances de se poursuivre indéfiniment et que les réactions seront négligeables ; omettre, par suite, de passer des ordres *stop* « à glissière ».

Se faire une moyenne sur des valeurs qui paraissent bon marché et, ce faisant, enfreindre des règles rationnelles de répartition des risques.

Acheter des valeurs dont les cours paraissent trop élevés pour la seule raison que « l'on ne peut rien trouver de meilleur ». (Restez à l'écart du marché tant qu'aucun titre ne vous paraît bon marché.)

N'être pas capable d'attendre.

Ne pas savoir résister à la séduction des marchés en boom, bien que les cours des valeurs aient déjà évidemment atteint des niveaux exagérés et « ne vous en donnent plus pour votre argent ».

Acheter des titres de qualité inférieure, rattachés à des compartiments boursiers actifs, parce que les valeurs de grande classe ont déjà dépassé vos prix.

Se mettre sur les rangs pour acheter des valeurs en hausse rapide, simplement parce que l'on estime que l'on devrait en avoir acquis quelques-unes *à l'origine* du mouvement.

N'être pas capable de se rendre compte que des chances tout aussi attrayantes se présenteront ultérieurement, soit dans le même compartiment, soit dans d'autres compartiments, bien que l'on ne soit pas encore en mesure de les distinguer.

N'être pas capable d'attendre en conservant des capitaux inactifs, après que l'on a réalisé des profits, bien que cette tactique puisse s'imposer et constitue même l'un des éléments de la routine normale des placements à court terme.

Acheter des titres sans se soucier des cours, simplement parce qu'ils ont été émis par des sociétés de premier ordre (ou parce que le marché, dans son ensemble, est orienté à la hausse).

Acheter à l'aveuglette sur des tuyaux ou des rumeurs, sans avoir procédé à l'analyse préalable :

a) De la branche d'industrie;

b) De la société;

c) De la courbe des cours du titre.

N'être pas capable de dire « non » à un tuyau, notamment s'il est donné par une « personnalité ».

Acheter par intuition.

Vendre de bonnes valeurs de préférence à des mauvaises, lorsque l'on a besoin de faire de l'argent liquide.

S'imaginer que des événements improbables vous éviteront de nouvelles pertes.

Laisser l'espoir dominer la raison.

Essayer de se refaire rapidement en accroissant témérairement sa mise ; et en empruntant.

Hésiter — seulement parce que d'autres personnes hésitent — sur la ligne de conduite à suivre, quand on dispose, pour se diriger, d'une série de règles éprouvées.

En matière de placements, la technique correcte est

ordinairement la plus difficile à adopter. Soyez prêts à vous imposer la contrainte morale qu'impliquent temporairement l'audace raisonnée et la maîtrise de soi.

Le caractère.

Le caractère est le roc sur lequel se brisent finalement la majorité des plans de placement. Il ne suffit pas en effet de définir une série de règles : encore faut-il les appliquer. Or leur mise en œuvre suppose fréquemment une vigoureuse discipline personnelle, une lutte contre l'optimisme naturel et la ferme volonté de se fier à la théorie plutôt qu'à ses impulsions. Lorsque l'on examine l'opportunité de vendre, l'on éprouve fréquemment le désir de conserver ses titres et on laisse très souvent ce désir maître de la décision. Peut-être la moitié des pertes subies sur les placements tient-elle à cette circonstance, car les hommes reconnaissent malaisément que leur répugnance à vendre n'est fondée que sur des raisons de sentiment. Si vous tenez pour judicieuses vos règles de limitation des pertes, ne les enfreignez pas!

Il n'est pas difficile de s'assimiler une série de principes de placement rationnels. On pourrait, à vrai dire, réaliser à long terme, presque à coup sûr, des profits si l'on avait assez de maîtrise de soi pour se plier, continuellement et rigoureusement, aux quelques règles suivantes :

1. *Ne jamais acheter de titres d'une société dont les derniers bénéfices publiés ont marqué une régression.*
2. *Ne jamais acheter de valeurs d'une industrie dont les bénéfices ont progressé pendant plus de quatre ans.*
3. *Acheter seulement lorsque la Bourse a été molle et lorsque les valeurs à revenu variable, dans leur ensemble, ont décliné pendant, disons, dix semaines (c'est-à-dire durant les dépressions conjoncturelles).*
4. *Ne jamais acheter durant les booms de Bourse et ne jamais acheter les valeurs des branches en état de boom.*
5. *Ne jamais acheter si les cours pratiqués en Bourse ne capitalisent pas au taux minimum de 8 % les bénéfices les plus récents* [1].
6. *Ne jamais acheter de valeurs à revenu variable si le taux d'escompte officiel a dépassé 5 %* [1].
7. *Ne jamais acheter de valeurs à revenu variable lorsque les bénéfices nationaux fléchissent.*
8. *Couper toutes les pertes dès qu'elles atteignent 20 %.*

[1] L'auteur raisonne ici sur les conditions américaines (*N. d. T.*)

9. *Consolider, en vendant, les deux tiers de tout bénéfice sur le papier dépassant, disons, 20 %.*

10. *Acheter, si les conditions précédentes ne sont pas remplies, des obligations à long terme à faible taux d'intérêt* (1).

Un placeur qui séjournerait pendant vingt ans à l'étranger et qui donnerait à son fondé de pouvoirs l'instruction de ne jamais enfreindre l'une de ces règles, sous peine de pénalité sévère, récolterait certainement de larges profits en l'espace de très peu d'années. Cependant c'est tout autre chose que de rester chez soi et de diriger attentivement ses propres affaires. Un placeur qui travaille pour soi-même n'hésite pas à assumer la responsabilité de prendre à l'occasion des risques irrationnels. Il s'accorde des exceptions à des règles reconnues comme sûres et, par suite, il perd fréquemment.

Psychologie des placements.

(i) SOYEZ EXIGEANT — ET PATIENT

La seule méthode pour gagner de l'argent avec suite consiste à attendre que des chances presque irréprochables aient mûri ; c'est-à-dire que les conditions à long terme et à court terme, internes et externes, soient devenues simultanément favorables et que les valeurs, tout en étant activement traitées, soient nettement bon marché.

Des chances analogues à celles que nous venons de décrire mûrissent, tout au plus, deux ou trois fois par an. Pour placer scientifiquement ses capitaux, il est, par conséquent fréquemment nécessaire de rester plusieurs mois de suite *sans placer* ses disponibilités. Le placeur actif doit se pénétrer de ce principe : il doit apprendre à rester *inactif.*

(ii) SOYEZ FROID — ET PESSIMISTE

Lorsque des conditions idéales n'existent pas et lorsque les cours sont élevés par rapport aux perspectives, il est fréquemment nécessaire d'attendre, pour prendre position, qu'une série adverse de mouvements boursiers ait pris fin. Cependant, lorsque les marchés sont en hausse, l'optimisme humain envisage difficilement un effondre-

(1) Sauf dans les pays menacés par l'inflation, à moins qu'il ne s'agisse d'obligations sérieusement indexées.

ment prochain. En dépit de l'expérience du passé, qui enseigne qu'il est peu recommandable d'acheter sur des marchés en forte hausse, on éprouve aisément le sentiment que, dans le cas actuel, les choses se présentent sous un aspect quelque peu différent. Aussi beaucoup de placeurs, dans la crainte de manquer le train, placent-ils leurs capitaux sans délai et achètent-ils ce qui leur paraît être « le meilleur à l'heure actuelle » — même si « le moment ne semble pas être le mieux choisi » et même si les cours sont élevés. Ils se concentrent beaucoup trop sur le choix des valeurs à acheter et perdent de vue qu'il est essentiel de n'acheter *qu'au moment opportun* et *à un cours raisonnable.* Cette incapacité psychologique de prévoir les réactions futures du marché constitue une grosse pierre d'achoppement sur la route du succès.

S'il n'existe pas, à un moment donné, de conditions idéales de placement, il est ordinairement impossible de prévoir avec netteté comment elles mûriront ultérieurement. Il faut donc beaucoup de foi pour attendre que ces éventualités se réalisent — et cette foi ne peut s'acquérir que par une étude prolongée de la conjoncture et de la Bourse. Et pourtant, savoir attendre en gardant, s'il le faut, ses capitaux inactifs et non investis pendant six mois ou davantage : telle est souvent la seule voie qui conduise au succès en matière de placements spéculatifs. Peu de placeurs s'en rendent compte et le désir de conserver constamment investis tous les capitaux dont on dispose constitue l'une des causes de pertes les plus fréquentes.

En premier lieu, soyez difficile à contenter pour vos achats ; en second lieu, ayez assez de foi et de patience pour attendre que les valeurs choisies aient baissé suffisamment et soient devenues bon marché. Soyez assez pessimiste pour croire que l'avenir tient en réserve de fortes rechutes. Une leçon difficile à apprendre.

(iii) NE VOUS LAISSEZ PAS ENTRAINER PAR LA FOULE

Les achats des moutons de Panurge sont très contagieux. Vaccinez votre esprit contre cette maladie.

Il est désastreux d'acheter des titres simplement parce que d'autres personnes en achètent ou parce que ces titres montent. La pierre de touche de la qualité des titres doit toujours leur être rigidement appliquée et

l'on doit toujours laisser de côté les valeurs dont les cours paraissent exagérés. Les critères importants sont : la contre-valeur que l'on obtient pour son argent et une position de place favorable. Un boom sur un groupe de valeurs doit être un avertissement pour vous, plutôt qu'un encouragement.

(iv) ABSTENEZ-VOUS DES PLANS D'OPÉRATIONS PUREMENT A COURT TERME

Les prévisions à court terme reposent généralement beaucoup trop sur le hasard, bien que l'on ait beaucoup à gagner à étudier avec soin les conditions conjoncturelles. Les seules prévisions relativement sûres sont les prévisions à long terme, dont la réalisation peut, dans certains cas, se faire attendre pendant deux ans ou davantage. C'est pourquoi l'opérateur scientifique doit être, essentiellement, un placeur à long terme. Il doit être prêt à attendre, *s'il le faut*, pendant quelques années le fruit de ses calculs : cependant, s'il a quelque chance et s'il exploite habilement les oscillations conjoncturelles, il recueillera probablement beaucoup plus tôt sa part de profits.

Cependant les spéculateurs à volonté faible semblent ne jamais être capables d'adopter des plans à long terme. Le manque de fonds (ou l'ambition de s'enrichir rapidement) les pousse habituellement à baser leurs plans sur des événements douteux, destinés à agir à court terme et dont la réalisation est presque toujours incertaine. Cette tactique est ordinairement désastreuse à la longue. Les petits capitalistes se trouveraient bien d'imiter les riches sociétés de placement et de s'habituer à l'idée que *l'argent se gagne lentement.*

L'incidence des facteurs à long terme qui agissent sur le marché est fréquemment à peu près certaine. Par conséquent, si les risques sont bien divisés et si l'on choisit bien son heure, on peut escompter des bénéfices, avec un degré satisfaisant de probabilité. La seule manière de gagner rapidement de l'argent consiste à ne jamais être pressé.

(v) GARDEZ-VOUS DE VOUS AGITER CONTINUELLEMENT

Pour placer scientifiquement son argent, le placeur doit surveiller le marché au jour le jour : il ne saurait espérer, à défaut d'une étude de détail continue, recon-

naître les chances qui s'offrent à lui. Mais beaucoup de gens, parmi ceux qui se livrent à cette surveillance assidue, sont incapables de résister à la tentation des opérations quotidiennes, même si les circonstances sont défavorables, et ne peuvent pas s'empêcher de « taquiner » le marché. Et pourtant, c'est un péché cardinal que d'acheter pour le plaisir d'acheter ou simplement parce que l'on dispose de capitaux inactifs.

(vi) CONSENTEZ A VOUS METTRE EN VEILLEUSE APRÈS UNE PÉRIODE D'ACTIVITÉ INTENSE

Un défaut fréquent des placeurs consiste en ce qu'ils sont incapables de cesser de s'intéresser aux groupes de valeurs sur lesquels ils viennent de réaliser des bénéfices. Or, l'on doit cultiver soigneusement l'art de savoir se tenir à l'écart d'un compartiment boursier, même s'il vous a été favorable.

Vers le point culminant de chaque hausse, le placeur doit se tenir prêt à brûler la politesse aux valeurs dont il a su tirer profit récemment — et à ne pas y toucher de nouveau avant qu'un délai, probablement prolongé, ne se soit écoulé.

Au terme des hausses conjoncturelles et des périodes d'activité conjoncturelle, il y a généralement lieu de rester inactif pendant dix semaines ou davantage : rien de plus morne! De même, après les booms de telle ou telle industrie, il est normalement rationnel d'éviter leurs titres pendant une période qui peut se prolonger plusieurs années. De même, après une ère d'expansion économique, il y a normalement lieu de laisser de côté les valeurs à revenu variable et de placer ses capitaux en valeurs à revenu fixe, sans attrait spéculatif, pendant une période prolongée.

Cette faculté de passer stoïquement de l'activité la plus passionnante à l'engourdissement le plus monotone et à abandonner des valeurs favorites constitue l'une des épreuves les plus dures de la maîtrise de soi en matière de placement, d'autant plus qu'il est humain de croire superstitieusement que la fortune vous favorise particulièrement sur certains compartiments ou sur certaines valeurs.

Bien que, à certaines périodes, il soit beaucoup plus facile de gagner de l'argent à la Bourse que d'en gagner dans les affaires, il est beaucoup plus difficile d'y gagner de l'argent continuellement.

Le succès incite la plupart des hommes à manquer de prudence, alors qu'il devrait les inciter à redoubler de précautions : car la chance personnelle, tout comme les cours du marché, évolue en hausse et en baisse.

Temps nécessaire pour gérer un portefeuille.

Cependant la question se pose de savoir si un investisseur privé est en mesure de mettre en pratique les recommandations prescrites dans le présent ouvrage?

L'investisseur qui opère à long terme, sur les mouvements prolongés, peut probablement le faire, avec le concours d'un intermédiaire sérieux ou d'un conseil en placements qualifié. Mais s'il veut essayer d'exploiter les fluctuations intercalaires, ou même d'opérer à termes encore plus rapprochés, il aura besoin de disposer d'une documentation considérable, consistant en graphiques, publications, statistiques, etc., et il devra consacrer plusieurs heures par jour à l'étude du marché.

En matière de placements, comme dans toutes les autres circonstances de la vie, on ne peut guère se passer du concours des spécialistes professionnels, car l'analyse financière absorbe tout le temps d'un expert, voire même d'une équipe d'experts.

Peu de placeurs privés possèdent les connaissances ou l'expérience requises pour gérer leurs propres affaires dans des conditions satisfaisantes. Certes, la presse financière et les services d'observation statistique fournissent une grande quantité de renseignements utiles : mais il faut, pour les lire, avoir beaucoup plus de temps que n'en disposent la plupart des particuliers.

En fait, il n'existe pas de méthode rapide et simple pour réussir dans ses placements. Aussi ne peut-on guère se passer de conseils professionnels de la plus haute qualité (1).

(1) Les grandes sociétés d'investissement permettent aux placeurs n'ayant pas le temps ou la compétence requises de s'intéresser avec un minimum de risques aux valeurs à revenu variable.

On sait que plusieurs sociétés de cette nature, strictement réglementées par la loi, ont été constituées en France au cours des

dernières années et que leurs actions sont négociées en Bourse.

D'autre part, la constitution de « sociétés d'investissement à capital variable », dont les actionnaires auront la faculté de se faire rembourser leurs titres sur la base de l'actif net, sera vraisemblablement autorisée dans un avenir plus ou moins prochain.

Large vision.

Rappelez-vous que la plupart des gens perdent à la Bourse : en règle générale, seuls les intermédiaires y gagnent de l'argent — en prenant des commissions. Ceci tient à ce que les forces susceptibles d'exercer une influence réellement puissante sur l'évolution boursière se déplacent presque imperceptiblement, comme l'aiguille horaire d'une montre. Or, le placeur moyen concentre habituellement son attention sur les incidents à court terme autour desquels la presse quotidienne mène grand tapage. Les mouvements de ce genre sont rapides, brusques et facilement perceptibles, tout comme ceux de l'aiguille des secondes sur une montre. Ou encore, pour prendre une autre comparaison, l'esprit humain perçoit plus facilement les remous que les marées.

Il en résulte que l'on manque habituellement les marées, parce que l'œil ne reconnaît pas les changements imperceptibles bien que continus.

Le placeur raisonnable est celui qui concentre toute son attention sur l'aiguille invisible des heures, plutôt que sur les aiguilles des minutes ou des secondes qui ne lui apprennent, en fait, absolument rien d'utile.

Il est intéressant de noter que, de l'avis des stratèges contemporains, les belles opérations militaires de Napoléon apparaissent de conception tellement simple qu'elles « auraient dû » s'imposer nécessairement à l'esprit sur le terrain et que leur mise en œuvre ne « supposait » pas une science ni une intelligence exceptionnelles.

De nos jours, par analogie, les causes de tous les grands renversements de tendance qui ont affecté les affaires dans le passé semblent toujours évidentes aux économistes — après le fait accompli.

Cependant, au moment même où ces renversements se sont produits, la plupart des intermédiaires, des placeurs et des sociétés de placement ont « manqué le

train », parce qu'ils n'ont pas su reconnaître à temps les forces dominantes, mais invisibles, qui travaillaient alors à renverser la *marée* économique.

Il faudrait donc, pour réussir dans ses placements, avoir un esprit napoléonien — un esprit d'enfant capable de découvrir en temps utile les données, évidentes après coup (et essentielles), d'une situation économique, alors que les esprits moins puissants et *moins simples* s'excitent sur des données d'importance secondaire.

Observez donc les marées plutôt que les remous — l'aiguille des heures plutôt que les aiguilles des minutes et des secondes.

Ne soyez pas compliqué. Concentrez-vous sur les grandes lignes du paysage économique.

Qualités essentielles.

Les principales qualités d'un placeur me paraissent être les suivantes :

1. Les connaissances nécessaires pour observer l'évolution tant des différentes branches industrielles que de l'économie nationale dans son ensemble.
2. La connaissance de l'économie boursière (conjonctures).
3. La connaissance des principes élémentaires du calcul des mises et celle des systèmes adéquats de prises de bénéfices et de prises de pertes.
4. La connaissance de la psychologie des foules.
5. Savoir juger sainement les hommes (honnêteté des dirigeants des entreprises) et les placements.
6. Patience et maîtrise de soi.
7. Ni optimisme excessif, ni avidité irréfléchie.
8. Savoir modifier son point de vue et savoir reconnaître ses erreurs.
9. Accepter de « couper » ses pertes sans délai.
10. Un mélange paradoxal d'audace et de prudence, de science théorique et de technique spéculative.
11. Être extrêmement exigeant dans le choix des valeurs.
12. Être capable de s'en tenir à un plan d'action général.
13. Avoir le courage de respecter les principes dont l'expérience et la réflexion ont nettement démontré la valeur.

OPÉRATIONS A LA BAISSE 36

Sur une série d'années, les valeurs tombent de presque autant de points qu'elles ne montent, si bien que tout opérateur qui ne peut prendre sur lui de vendre à découvert manque environ la moitié de ses chances de profits.

Arguments en faveur des opérations à la baisse.

Il existe en faveur des opérations à la baisse différents arguments que voici :

1. Les booms des industries (considérées isolément) sont beaucoup plus sûrement destinés à faire place à des dépressions que les dépressions à des booms. En fait, dès lors qu'il s'agit d'industries ne jouissant pas d'un monopole, les booms sont invariablement suivis par des dépressions.
2. Dans les affaires, il est beaucoup plus facile d'échouer que de réussir et, en fin de compte, il n'est guère de société qui ne connaisse de mauvais jours. Le baissier verra donc presque toujours son heure sonner « finalement » — notamment s'il se borne à opérer pendant le début de dépression d'une industrie, après un boom antérieur.
3. Les affaires peuvent s'effondrer en moins de temps qu'il n'en faut pour les édifier.
4. Les événements imprévus, tels que les incendies, les grèves et les guerres, favorisent beaucoup plus les baissiers que les haussiers.
5. Le grand public est haussier dans la proportion de 90 % ; par conséquent, les titres sont bien plus souvent nettement surévalués, par rapport aux résultats acquis et aux perspectives d'avenir, qu'ils ne sont nettement sous-évalués. Il est donc plus facile de découvrir des valeurs méritant de baisser que des valeurs méritant de monter.
6. Les baissiers reçoivent ordinairement des intérêts de report en rémunération de leurs efforts, alors que les

haussiers doivent, normalement, verser des intérêts.

7. Les baisses des valeurs, dès qu'elles ont commencé, sont ordinairement beaucoup plus rapides et continues que les hausses. En effet, au cours des périodes de hausse, il y a toujours des prises de bénéfices. Au contraire, durant les périodes de baisse, les acheteurs se tiennent fréquemment à l'écart du marché.

8. Il y a beaucoup plus de chances pour qu'une situation conjoncturelle tendue conduise à des baisses à court terme des valeurs qu'il n'y en a pour qu'une situation saine conduise à des hausses. En effet, même si la situation est saine, un flot d'émissions nouvelles peut absorber rapidement tous les excédents de capitaux disponibles et empêcher que des hausses appréciables se produisent.

Arguments à l'encontre des positions à la baisse.

1. Sur une série d'années et dans la plupart des industries, il existe en faveur des haussiers une orientation marquée de la tendance, qui tient, en partie, à ce que les affaires en général tendent à se développer et, en partie, à l'influence du facteur « intérêt composé » qui travaille en faveur des actions de toutes les sociétés qui mettent régulièrement en réserve une forte fraction de leurs bénéfices. Cependant les effets de ce phénomène agissent surtout à très long terme et n'ont donc, peut-être, guère d'importance pratique pour les baissiers.

2. Théoriquement, un baissier peut se trouver « coincé » si les haussiers ont ramassé tout le flottant, puis refusent soudain toute facilité de report.

3. Il se peut qu'un baissier ne puisse tenir aussi longtemps qu'il le faudrait, si les facilités de report lui sont refusées.

4. Il est malaisé d'opérer à la baisse sur les valeurs qui seraient les plus intéressantes à cet égard, c'est-à-dire sur les titres des petites sociétés, en mauvaise passe et mal gérées. En règle générale, il est impossible de se porter vendeur sur des titres (en les empruntant), à moins qu'il ne s'agisse de valeurs directrices sur lesquelles il existe une position acheteur à découvert. Il est également très rare que l'on puisse traiter sur les petits titres des ventes à livrer trois ou six mois plus tard. Par conséquent, l'on se trouve ordinairement empêché de vendre à découvert les valeurs qui, précisément, seraient les plus intéressantes à attaquer.

5. Une valeur peut baisser seulement de 100 %, mais elle peut monter de 500 % ou davantage.

Les meilleures conditions pour prendre position à la baisse sur une valeur.

Les conditions idéales pour prendre position à la baisse sur une valeur sont les suivantes :

1. CONDITIONS INTERNES

1. Branche industrielle en voie de déclin après avoir longtemps progressé (fléchissement des bénéfices et accroissement du chômage).
2. Société dans une situation mauvaise — pire que celle de ses concurrentes, avec très peu de commandes en carnet.
3. Probabilités pour que la société publie prochainement des nouvelles défavorables.

2. CONDITIONS EXTERNES

4. Faibles taux de capitalisation des valeurs à revenu variable, dans leur ensemble.
5. Probabilités de hausse du taux de l'escompte.
6. Imminence d'une crise politique.
7. Situation économique générale déclinante — progrès du chômage — baisse des profits nationaux.
8. Conjoncture générale (boursière) en voie d'affaiblissement.
9. Opérateurs professionnels surchargés de titres.
10. Une grosse position acheteur sur les titres, soit (a) « occulte » et reposant sur des crédits bancaires : avances, pensions ; soit (b) « apparente » et reposant sur des reports à taux très élevés.
11. Cours actuels fondés principalement sur des « perspectives », par opposition avec des cours fondés sur des bénéfices et sur la consistance des actifs.
12. Cours se rapprochant sur les graphiques des parallèles supérieures.
13. Titres bien distribués dans le public, par opposition avec les titres solidement tenus par les initiés.
14. Un large marché.

Lorsque toutes ces conditions sont réalisées, les opérations à la baisse sont très sûres. Cependant certains de

ces facteurs font habituellement défaut et l'on est obligé de se contenter de conditions moins idéales.

Gardez-vous de vendre des valeurs à découvert lorsque le flottant a été en grande partie ramassé par les initiés ou par les syndicats, de peur que, par malheur pour vous, les manipulateurs ne soient sur le point d'emballer le marché et se refusent à consentir des facilités de report. De même, gardez-vous de vendre à découvert des valeurs qui, à votre connaissance, sont ramassées dans un but de contrôle. Si un groupe a acquis, à des cours raisonnables, 48 % du capital d'une société, il lui sera assez indifférent de payer le prix fort pour les 3 % dont il a besoin pour s'assurer le contrôle. Les cours peuvent donc doubler subitement sous l'influence d'achats marginaux à haute pression.

Des opérations à la baisse à longue portée (deux ou trois ans), sur des titres surévalués de sociétés appartenant à des branches d'industries ayant progressé pendant quatre ou cinq ans et ayant déjà « été en boom » pendant un an, constituent probablement l'une des méthodes les plus sûres pour gagner de l'argent à la Bourse. Il est, cependant, nécessaire que ces titres aient été bien « classés » dans le public, que la position conjoncturelle soit faible au moment de la vente à découvert et que le dépérissement interne des sociétés attaquées soit désormais visible à l'œil nu.

Sous le régime de l'étalon-or.

Sous le régime de l'étalon-or, à parités fixes, les placements internationaux ne diffèrent pas en principe des placements nationaux.

Un afflux d'or dans un pays étranger tend à accroître ses réserves bancaires ; à abaisser ses taux d'intérêt ; à encourager l'extension de crédit et à améliorer la situation du marché intérieur ; enfin à faire monter les valeurs à revenu fixe et les valeurs à revenu variable.

Les pertes d'or ont des effets opposés. Les mouvements d'or peuvent donc accélérer ou freiner l'évolution interne d'un pays étranger.

Sous le régime de l'étalon-papier.

Mais si le régime de l'étalon-or à parités fixes a été abandonné et si les cours des changes étrangers peuvent désormais osciller librement, les principes applicables aux placements internationaux deviennent plus complexes.

Partant du principe sommaire que la valeur d'une monnaie-papier, exprimée en unités d'une autre monnaie-papier, équivaut à la quantité de produits qu'elle permet d'acheter, les économistes ont édifié une théorie dite de la « parité des pouvoirs d'achat ». En d'autres termes, si les prix intérieurs du pays A doublent, tandis que ceux du pays B restent stationnaires, la valeur de la monnaie A exprimée en monnaie B devrait diminuer de moitié par rapport aux cours antérieurs.

Certes, des facteurs nombreux et variés peuvent écarter les cours des changes de la parité des pouvoirs d'achat, telle qu'elle est mesurée par les indices de prix : il existe néanmoins certainement une tendance générale des cours des changes à varier en liaison avec les prix intérieurs (1).

(1) Cf. *Problèmes des changes étrangers*, par L. L. B. Angas, édité aux États-Unis chez Knopf et en Grande-Bretagne chez Macmillan.

Opérations sur valeurs étrangères à revenu variable, sous le régime de l'étalon-papier.

Si une inflation en cours dans un pays étranger tend à faire monter les cours, non seulement des valeurs à revenu variable, mais encore des produits, les cours du change de ce pays tendront à se déprécier à l'étranger, en même temps que les cours de ses valeurs à revenu variable s'apprécieront à l'intérieur.

Par conséquent, un étranger qui se propose d'exploiter un boom des valeurs à revenu variable cotées sur le marché d'un pays en voie d'inflation doit se protéger contre les pertes au change, en vendant à terme des devises de ce pays : sinon, ses gains boursiers risqueraient d'être anéantis, tout au moins partiellement, par les pertes au change encourues au moment où il prendra son bénéfice.

Réciproquement, si une déflation est en cours dans un pays étranger et si l'on désire exploiter cette déflation en prenant position à la baisse sur les valeurs à revenu variable de ce pays, il convient d'acheter à terme des devises de l'État en question : sinon, les profits réalisés à la baisse risqueraient d'être annulés par une hausse de la monnaie étrangère se traduisant par une dépréciation relative de la monnaie du pays de l'opérateur.

Ainsi, quand on opère sur les valeurs à revenu variable d'un pays placé sous le régime de l'étalon-papier, il faut toujours, que l'on opère à la hausse ou à la baisse, se couvrir contre les variations des cours des changes.

Opérations sur valeurs étrangères à revenu fixe, sous le régime de l'étalon-papier.

En ce qui concerne les opérations internationales sur valeurs à revenu fixe : ces valeurs, comme on l'a expliqué au cours du chapitre IV, tendent à monter durant les périodes de déflation et à baisser durant les périodes d'inflation, c'est-à-dire à suivre le sort de la monnaie.

Si donc l'on désire acheter des valeurs à revenu fixe émises dans un pays étranger en voie de déflation, il n'est *pas* nécessaire de se couvrir contre les variations de change, puisque la monnaie étrangère est destinée à s'apprécier en même temps que monteront les cours des valeurs étrangères à revenu fixe.

Réciproquement, si l'on désire prendre position à la baisse sur les valeurs à revenu fixe d'un pays étranger en voie d'inflation, il n'est pas nécessaire de se protéger contre la hausse du change étranger, car celui-ci doit

normalement fléchir en même temps que les cours des valeurs à revenu fixe (1).

Résumé.

En résumé : les opérations internationales sur valeurs à revenu variable, sous un régime de changes étrangers flottants, impliquent normalement la couverture des risques de change par voie d'achats ou de ventes de change à terme. De telles couvertures ne sont pas nécessaires habituellement pour les opérations sur valeurs à revenu fixe.

En pratique, bien entendu, cette grande règle générale comporte, à court terme, de nombreuses exceptions : elle n'en traduit pas moins exactement les principes généraux qui viennent en ligne de compte.

Il existe, il est vrai, des degrés différents d'inflation et de déflation et le grand principe général de la parité des pouvoirs d'achat ne devient un guide réellement sûr que lorsque l'on s'attend à des variations larges et rapides des prix intérieurs. Si l'on ne prévoit que des variations modérées des prix, il est probablement superflu de se protéger contre les fluctuations des changes.

D'autre part, les cours des changes et ceux des valeurs à revenu variable oscillent souvent, temporairement, à contresens des prix intérieurs (2).

(1) On peut cependant vendre à terme du change étranger si l'on a constitué une couverture sur le marché sur lequel on opère (et non sur son propre marché) ; et aussi peut-être à concurrence des bénéfices (évalués) que l'on espère réaliser.

N. B. — Il est parfois possible d'opérer à découvert à l'étranger, sur une couverture constituée sur le marché *national* et bloquée en faveur d'un correspondant étranger.

(2) L'auteur n'a pas envisagé le cas où, sous le régime du contrôle des changes, il n'est pas légalement permis d'importer des valeurs étrangères, sinon en se procurant des « devises libres » à des cours très supérieurs à la parité officielle (*N. d. T.*).

Motifs des manipulations.

Les manipulations exercent parfois une influence importante sur les cours de bourse. Elles ont pour objet de faire monter ou de faire baisser ou de maintenir invariables les cours d'un titre.

Les motifs de ces manœuvres financières sont multiples.

Manipulations des informations.

Dans certaines sociétés, les administrateurs spéculent activement sur leurs propres titres. Ils savent parfaitement que des informations défavorables déprimeront le marché, alors que des comptes rendus favorables lui donneront un coup de fouet. Il est donc possible qu'ils retiennent par devers eux certaines informations jusqu'à ce qu'ils aient pris leurs propres dispositions, soit en se portant acheteurs si les nouvelles sont bonnes, soit en se portant vendeurs si elles sont mauvaises. Il se peut également qu'ils ne publient ces informations que si elles sont de nature à servir leurs desseins. Parfois même, ils lanceront des nouvelles préalables inexactes. Certes, de telles pratiques ne sont pas d'un usage général : il y a là néanmoins un facteur dont il y a lieu de tenir compte à l'égard de certaines sociétés.

Il existe d'ailleurs d'autres motifs de manipulations.

Blocage des cours.

De puissants groupes d'intérêts peuvent désirer maintenir les cours à un niveau élevé, afin d'inciter les actionnaires à user de leurs droits de souscription aux actions nouvelles, en versant une prime d'émission ; ou bien, au contraire, ils peuvent désirer comprimer provisoirement les cours, afin d'inciter les actionnaires à céder leurs titres à bas prix, soit contre espèces, soit contre remise des titres d'une autre société. Ou bien encore, un syndicat d'introduction peut, après s'être fait attribuer (ou avoir

ramassé) un gros paquet de titres, vouloir pousser les cours, afin de disposer de ces titres avec bénéfice.

Technique des manipulations.

Chacun sait comment les promoteurs de sociétés et les syndicats d'introduction parviennent, en mettant intensivement en œuvre tous les procédés de l'art de vendre, à provoquer de grosses demandes du public pour leurs « valeurs-maison » : en règle générale, il leur est d'ailleurs indifférent d'avoir affaire à des demandes pour le portefeuille ou simplement à des demandes spéculatives à court terme, partiellement financées au moyen d'avances sur titres consenties par les banques aux amateurs de « coups de fusil ». Par contre, beaucoup de gens ne se rendent pas compte que des méthodes similaires peuvent être employées pour stimuler les demandes du portefeuille et les demandes spéculatives portant sur des titres déjà classés. C'est pourtant ce qui advient fréquemment, grâce à l'emploi de procédés pleins d'artifice et d'ingéniosité.

On peut faire de la publicité sur des valeurs au moyen de lettres adressées à la presse, de tuyaux d'administrateurs (de première ou de seconde main), d'articles de journaux, de distribution de brochures, de rumeurs chuchotées en Bourse, de circulaires d'intermédiaires, enfin, et surtout, d'achats sur une grande échelle effectués ostensiblement en Bourse par des intermédiaires dont les relations avec la société sont notoires. Incontestablement, l'une des meilleures publicités dont puisse bénéficier un titre consiste dans de gros achats, dits de bonne source, c'est-à-dire provenant soi-disant de milieux que l'on suppose bien renseignés, qui entraînent une hausse des cours. On peut arriver à ce qu'un titre se fasse sa propre publicité, en le négociant largement à des cours en hausse graduelle. Ces opérations font généralement, par la suite, l'objet de commentaires publiés dans les rubriques financières de la grande presse, commentaires qui, à leur tour, détermineront presque à coup sûr de nouveaux achats. Il est bien rare qu'un titre conquière la faveur du public tant qu'un certain nombre d'acheteurs n'ont pas réalisé des bénéfices sur ce titre. Aussi le meilleur procédé pour appâter le public consiste-t-il à provoquer une poussée de hausse.

Contrôle exercé sur les cours par les initiés.

L'une des premières données qu'il importe de connaître pour comprendre la technique des manipulations, c'est la provenance des demandes et des offres de titres.

On peut classer en trois groupes les personnes qui opèrent sur les valeurs :

I. *Initiés.*

Administrateurs de sociétés, directeurs exécutifs, banquiers, commissaires aux comptes, intermédiaires de bourse — ainsi que les personnes auxquelles ces initiés donnent des « tuyaux ».

II. *Professionnels.*

Sociétés de placement et banques de spéculation (qui peuvent, dans certains cas, posséder des renseignements de première main) ; opérateurs professionnels ; syndicats.

III. *Le grand public.*

Il est important de souligner qu'il est difficile pour une valeur de poursuivre pendant longtemps un mouvement dans une direction donnée si les initiés n'approuvent pas ce mouvement. Certes, les cours d'une valeur peuvent varier sans l'assentiment des initiés, par exemple sous l'influence de ventes pour le compte d'une succession — mais il y a peu de chances pour que de tels mouvements soient très amples ou très prolongés. En effet, si les initiés estiment que les cours sont trop bas, ils achèteront pour leur compte et diront à leurs amis que « quelques titres ne leur feraient pas de mal » ; si, au contraire, ils tiennent les cours pour trop élevés, ils peuvent se porter eux-mêmes vendeurs et dire à leurs amis « qu'il n'y a pas lieu de se presser d'acheter ».

Notons que les faits et gestes des initiés sont soigneusement surveillés en bourse. Les intermédiaires agissant pour le compte d'administrateurs laissent fréquemment filtrer le renseignement que « les administrateurs achètent (ou vendent) » ; d'autres personnes surveillent ces opérations et disent si les achats sont, ou non, de bonne source. Il en résulte que les milieux financiers apprennent très vite si les initiés ont confiance, ou non, dans leurs valeurs et que ces informations se répandent de proche en proche.

Par conséquent, les initiés tendent à régler le rythme du marché et, en dernière analyse, le contrôlent indirectement, dans une large mesure. Les initiés peuvent, il

est vrai, ne pas être bons juges de la valeur absolue de leurs titres ou de leur valeur relative par comparaison avec d'autres titres. Mais, grâce à leur connaissance des bénéfices de l'exercice en cours, des commandes, des projets de fusion, et ainsi de suite, ils sont parfaitement bien placés pour savoir si la position interne, en elle-même, va s'améliorant ou empirant : or, ces modifications internes sont le principal facteur déterminant des fluctuations de cours, abstraction faite, bien entendu, des facteurs purement externes ou boursiers.

Nous répétons qu'aucun mouvement autonome sur une valeur n'a de chances d'aller loin si les initiés ne tiennent pas cette tendance pour justifiée. Ce sont les informations internes dont disposent les initiés qui, pour une large part, mettent en mouvement les fortes hausses et les fortes baisses (sinon dans les cas, relativement rares, des booms et krachs boursiers généralisés).

Le flottant.

Lorsque l'on étudie la manipulation des titres, il est très important de se demander : qui détient ces titres ?

Les titres d'une société peuvent être distribués environ comme il suit :

La moitié des titres (ou beaucoup moins, dans le cas d'actions bien distribuées) peuvent être solidement tenus, dans un but de contrôle, par des personnalités s'intéressant particulièrement à la société ; 25 %, par exemple, sont mis en portefeuille par le grand public, à titre de placements permanents ; les 25 % restants du total constituent l' « offre marginale », le « flottant », avec lequel jonglent les opérateurs.

Ce flottant joue un rôle très important. Il est, en effet, évident que, si quelqu'un parvient à en acquérir la majeure partie, le restant du capital étant solidement tenu, il suffira d'une petite poussée d'achats à haute pression pour qu'il n'y ait plus de titres disponibles sur le marché et pour que les cours montent considérablement — et il en résultera que le public sera alerté et incité à acheter à son tour.

Réciproquement, si de fortes ventes sont effectuées et si le flottant se gonfle soudain, le marché se trouvera engorgé de titres et les cours baisseront rapidement : le public alors prendra peur et se mettra à son tour à vendre, dans l'idée que quelque chose va mal à l'intérieur de la société et qu'il vaut mieux se défaire des titres.

En fait, il suffit généralement de quelques ventes supplémentaires pour ramener les cours considérablement en arrière — à moins que les initiés ne soient en désaccord avec le mouvement et ne soutiennent les cours.

Il résulte de ce qui précède que, en dehors des cas où les initiés accordent ou refusent leur soutien aux cours, un opérateur ou un syndicat peuvent aisément manipuler le marché d'un titre, d'abord en ramassant la majeure partie des titres flottants, puis en les disséminant ultérieurement.

Si les opérateurs et les initiés travaillent la main dans la main, des résultats remarquables peuvent être atteints.

Manipulation par les initiés.

Voici ce qui se passe ordinairement dans le cas d'un titre manipulé par les initiés — cas que nous distinguons de celui d'un titre manipulé par un syndicat opérant de l'extérieur :

Il s'écoule d'abord une période durant laquelle les bénéfices *publiés* sont médiocres, cependant que les titres baissent peu à peu ou restent stationnaires.

Ultérieurement, les bénéfices s'améliorent, mais les administrateurs ne jugent pas à propos de les faire apparaître. Ainsi tiennent-ils dans l'ignorance leurs actionnaires et la presse et les achats du public restent très restreints. Dans le même temps, les administrateurs achètent sans bruit tous les titres qui leur sont offerts et ils en accumulent graduellement un paquet considérable. C'est ce que les manipulateurs appellent la période de ramassage.

Lorsque le flottant a été virtuellement absorbé et lorsque le restant des titres paraît être solidement tenu par le portefeuille, les manipulateurs attendent l'heure où la Bourse, dans son ensemble, semble en confiance. Ils se mettent alors à acheter massivement et ostensiblement pour leur compte et, simultanément, publient d'excellentes nouvelles concernant les bénéfices, les commandes, les contrats, les pourparlers en cours, etc.

Le public se trouve donc subitement incité à acheter, en partie à cause de ces bonnes nouvelles, et en partie parce que l'on croit savoir que les inités achètent. Comme, toutefois, le flottant est rare, les cours vont bondir vigoureusement. C'est ce que les manipulateurs appellent « pousser les titres » ou « changer les étiquettes » ou « emballer le marché ».

Quand la hausse a été poussée assez loin, les manipulateurs se dégagent ; mais si, ce faisant, ils constatent que le marché donne des signes d'essoufflement, ils le soutiennent fréquemment eux-mêmes par de nouveaux achats et, en même temps, ils mettent en circulation des nouvelles favorables, à jet continu. Ces mesures ayant rétabli un marché favorable, le manipulateur se remet à se dégager et à « distribuer » son papier.

Finalement, lorsque les initiés ont écoulé leur paquet d'actions, ils cessent de s'intéresser au marché du titre et le laissent s'effondrer. Ils peuvent même, après avoir opéré à la hausse, se porter vendeurs et, simultanément, répandre des rumeurs défavorables, réduire les dividendes et ainsi de suite, afin d'appuyer sur les cours.

En fin de compte, lorsque les titres ont suffisamment baissé, ils peuvent liquider leurs opérations à la baisse et répéter peut-être alors une fois de plus leur manœuvre à la hausse de A jusqu'à Z.

Manipulations de l'extérieur en tant que distinctes des manipulations des initiés.

Les remarques précédentes visent seulement les manipulations mises en œuvre ou soutenues par les initiés. Quelquefois, cependant, des manipulations interviennent sans le concours ou la connivence des administrateurs. Des syndicats, par exemple, peuvent se mettre à travailler un titre — notamment s'ils savent que les administrateurs, étant, par tempérament, réticents et vieux jeu, ne considèrent pas qu'il soit dans leurs attributions de contredire ou de confirmer les rumeurs boursières. Dans ce cas, des manipulateurs de l'extérieur, en répandant une ou deux fois de telles rumeurs et en procédant simultanément à des achats agressifs, peuvent finalement persuader le public que ces rumeurs émanent de « bonne source » et sont fondées. Lorsque le public a ainsi été « mis en état de grâce » et lorsqu'il a été habitué à suivre les directives qui lui sont données, le manipulateur peut ordinairement monter à volonté un mouvement de hausse.

Nous ajouterons que les administrateurs voient rarement d'inconvénient à ce que leurs titres soient poussés de 20 % ou 30 % par les syndicats à la hausse, surtout si le mouvement monté de toutes pièces est justifié par la situation interne des affaires de la société. En règle générale, les administrateurs ne contrecarrent

les syndicats de l'extérieur que si ces derniers s'efforcent de déclencher une campagne de baisse.

Si un syndicat à la hausse opère sans le concours des administrateurs, il faut évidemment que la situation économique interne de la société et celle de la branche industrielle à laquelle elle ressortit soient nettement favorables : sinon les administrateurs pourraient se défaire de leurs titres et mettre le syndicat en déroute. Il faut également, pour que le succès *optimum* soit réalisé, que les conditions externes ou conjoncturelles soient propices.

Caractéristiques d'un syndicat.

Un syndicat est un groupement de financiers qui s'allient pour gagner de l'argent sur une valeur. Leur principal objectif, c'est d'acheter bon marché et de vendre cher ; ou, alternativement, de vendre à découvert, puis de déprimer le marché du titre.

Certains syndicats sont du type « portefeuille à long terme » et leur programme d'achats et de ventes s'étend sur deux à trois ans. Ces syndicats visent, ordinairement, à réaliser un profit de 100 % ou davantage. D'autres syndicats s'appliquent à des opérations à court terme (trois à six mois) et visent seulement à provoquer des hausses d'environ 30 %.

Comme les syndicats opèrent ordinairement sur un très grand nombre de titres, ils ne peuvent espérer effectuer tous leurs achats aux cours les plus bas et toutes leurs ventes aux cours les plus hauts. Ils peuvent seulement viser un cours *moyen* d'achats modéré et un cours *moyen* de ventes élevé. Ils ne peuvent pas non plus ramasser ou disséminer leurs titres en un seul jour : ces opérations s'étendent, généralement, sur plusieurs semaines ou sur plusieurs mois.

Le premier objectif d'un syndicat à la hausse consiste à racheter la quasi-totalité du flottant ; puis à provoquer une hausse ; enfin, à « repasser » les titres au public.

A Wall Street, par exemple, pour accomplir un tel programme, on appointe généralement un gérant de syndicat et on lui donne pleins pouvoirs. Ce gérant est parfois rétribué à forfait, en espèces ; plus fréquemment, on le rémunère en nature, en lui donnant, par exemple, une option sur 10 000 titres à trois cours différents, le dernier de ces cours étant quelque peu plus *élevé* que le cours auquel le syndicat espère se « décharger » lui-

même, ce qui permet au gérant de réaliser un bénéfice personnel, s'il parvient à faire monter les titres et à les vendre à des cours supérieurs à ceux de ses achats d'options. Une tranche de ces options est parfois cédée à des intermédiaires et à d'autres personnalités dont le concours est considéré comme désirable.

Le syndicat s'entend ordinairement avec de gros porteurs, voire même avec des administrateurs qui, parfois, ne sont que trop heureux d'accorder des options, moyennant une prime purement nominale, dans l'espoir de voir leurs titres portés à des cours plus élevés.

A New York, un gérant de syndicat habile parvient parfois à gagner cinq cent mille dollars en six mois. A Londres, le système des syndicats n'est pas encore très pratiqué — mais il se répand, malheureusement.

La première qualité d'un gérant de syndicat consiste dans un sens aigu de la psychologie boursière — notamment s'il opère sans le concours ou la connivence des administrateurs. Il doit également avoir une connaissance parfaite des conditions du marché et de la théorie des tendances générales boursières à court terme (c'est-à-dire de la théorie des conjonctures boursières). Néanmoins, la science de la psychologie boursière reste la première de toutes les qualités d'un gérant. Aussi n'est-il pas sans intérêt de retracer brièvement les particularités de la psychologie des foules sur lesquelles les tactiques de manipulation sont en grande partie fondées.

Principes de psychologie des foules.

1. Un titre dont les cours restent stationnaires ne présente pas d'attrait pour la majorité des spéculateurs. Si donc un manipulateur parvient à empêcher que les cours s'écartent sensiblement d'un cours moyen invariable (en « servant », par exemple, à un cours et en « prenant » à un autre cours), les porteurs à mentalité spéculative peuvent ordinairement être ainsi incités à se fatiguer de leurs titres et à s'en défaire de guerre lasse. Le manipulateur réussit fréquemment de la sorte à acquérir un fort paquet de titres et à ramasser la majeure partie du flottant.

2. Le public est normalement haussier dans la proportion de 90 % et, en règle générale, il prend seulement position du côté acheteur. Seuls les professionnels se portent fréquemment vendeurs à découvert : or, ils hésiteront à le faire s'ils estiment que le titre est solide-

ment tenu en mains et contrôlé par les manipulateurs. Ils redouteront que les facilités de report, pour prolongation de leur position à découvert, leur soient refusées soudain. Par conséquent, les syndicats d'achat, dès qu'ils se sont assuré le contrôle du flottant, ont peu à redouter de la part des baissiers, même si les cours paraissent exagérément élevés.

3. La foule suivra tout chef de file, qu'il ait ou non des attaches avec la société, dès qu'elle aura appris à considérer ses directives comme avantageuses. Elle achètera presque toujours si elle croit que les initiés achètent, car elle raisonne ainsi : « Si les initiés pensent que l'heure est venue d'acheter, pourquoi ne pas faire comme eux ? »

4. Un compartiment en boom exerce une attraction magnétique sur la majorité des spéculateurs. Chacun veut prendre sa part du gâteau. Chaque achat inspire de nombreux autres achats.

5. Les individus qui constituent une foule croient toujours dur comme fer à la sagesse collective de la foule. Si, par exemple, un individu voit « tout le monde » acheter, il achètera également — car il s'imagine, par un sentiment d'humilité excessif, qu'il est tout à fait impossible que tant de gens puissent être simultanément induits en erreur sur la valeur d'un titre. Si donc un syndicat parvient à monter une hausse de toutes pièces et à inciter le public à acheter, la confiance engendrera la confiance, en une sorte de spirale progressive, et un vigoureux élan sera imprimé au mouvement de hausse.

Réciproquement, si « tout le monde » vend, l'inquiétude fait tache d'huile et d'autres porteurs s'empressent de vendre. L'idée que la seule chose raisonnable à faire, c'est de vendre au mieux, immédiatement, gagne du terrain. C'est pourquoi les manipulateurs réussissent fréquemment, grâce à des ventes habiles, renforcées par diverses rumeurs fâcheuses, à décider le public à vendre à son tour. La mode des dégagements s'établit alors promptement.

Ce phénomène d'entraînement par imitation constitue l'un des facteurs psychologiques essentiels sur lesquels s'appuient les manipulateurs.

6. Un autre trait du caractère grégaire des foules, c'est qu'elles sont portées à croire que ce qui est récemment advenu continuera à advenir. C'est pourquoi, lorsqu'une tendance à court terme ou à long terme s'est

établie à un moment donné et lorsqu'un titre a acquis la réputation d'être orienté à la hausse (ou à la baisse) et d'être soit « intéressant », soit « peu intéressant » à acquérir, une telle réputation est lente à disparaître. Les fidèles du titre réclameront des preuves frappantes et indiscutables avant de reconnaître qu'une modification est effectivement intervenue dans la situation intrinsèque de l'affaire. Aussi les hausses et les baisses vont-elles généralement trop loin et le public reste-t-il généralement très en retard sur les événements, soit qu'il convienne d'acheter, soit qu'il soit opportun de vendre.

Cette remarque se vérifie aussi bien pour les variations conjoncturelles à court terme que pour les mouvements à long terme. Aussi des syndicats habiles parviennent-ils fréquemment à s'assurer de gros paquets de titres à des cours manifestement sous-évalués. Réciproquement, ils réussissent souvent à réaliser des ventes sur une grande échelle, en dépit du niveau nettement exagéré des cours — simplement en raison de la lenteur avec laquelle le public modifie ses opinions à l'égard de la situation d'entreprises dont les titres jouissent d'une réputation bien établie.

7. Lorsque le cours d'un titre est bas, le public s'y intéresse peu. L'intérêt du public s'éveille dans la mesure même où les cours montent et il atteint son paroxysme lorsque les cours atteignent leur point culminant — c'est-à-dire lorsque les titres ont fait l'objet de beaucoup de réclames dans la presse. Il est donc nécessaire, si l'on veut que le public se mette à acheter sur une grande échelle, de créer un marché actif sur le titre. Une bonne hausse, avec un volume de transactions croissant, constitue la meilleure publicité financière connue, car, en de telles occurrences, tous les rédacteurs financiers font leur affaire de fournir au public des raisons tout à fait plausibles pour justifier cette hausse. Or, bien que ces commentaires de presse ne puissent se référer qu'aux poussées de hausse qui ont déjà eu lieu, le public, particulièrement indifférent au facteur temps, applique ces explications périmées aux conditions nouvelles. Utilisant une seconde fois les arguments déflorés de la presse, il conclut que les actions doivent continuer à monter, puisque les « motifs » de hausse mentionnés n'ont pas cessé d'agir. Il ignore le fait que les cours atteints escomptent déjà largement les influences favorables discutées quotidiennement dans les rubriques financières! Il s'ensuit

que de nouveaux ordres d'achat sont passés et que de nouvelles hausses se produisent, tant et si bien que les titres finissent par devenir grossièrement surévalués. Les syndicats peuvent tirer parti de telles hausses pour se dégager, nonobstant le niveau trop élevé des cours.

8. Dès que le marché d'une valeur est devenu réellement actif, elle attire généralement une escorte de spéculateurs. Le simple fait qu'une hausse est en cours suggère à certains esprits qu'elle a toutes chances de se poursuivre. Par suite, les spéculateurs à court terme se précipitent et achètent, le plus souvent à découvert, en contractant des emprunts en banque, dans l'espoir de tirer leur épingle du jeu avant qu'une réaction n'intervienne.

9. Enfin, si les manipulateurs ont l'habileté, après chaque rechute, de faire remonter les titres à des niveaux de plus en plus élevés, ils peuvent arriver ainsi à faire à ces titres la réputation d'être « intéressants à acheter sur chaque réaction », si bien qu'en fin de compte le public se mettra à acheter massivement après chaque baisse appréciable.

Tel est l'état d'esprit que les manipulateurs cherchent à faire naître, en vue de réussir, à un moment donné, à « repasser » leurs titres au public, à des cours élevés.

Première phase. Le processus de ramassage.

Afin de se mettre en mesure d'acheter à bon compte, le gérant du syndicat jette souvent sur le marché un gros paquet de titres, en recourant à l'intermédiaire qui exécute habituellement les ordres de la société ou des administrateurs — ceci afin de donner l'impression qu'il s'agit de ventes « de bonne source » — et, en même temps, il achète par petits paquets, par l'entremise d'intermédiaires sans aucun lien avec la société ou d'intermédiaires de province, en s'efforçant d'acquérir davantage de titres qu'il n'en vend simultanément. Il n'achète jamais gloutonnement si d'autres acheteurs sont en ligne. Tout au contraire, il réalise fréquemment des paquets de titres patiemment accumulés, afin de tuer dans l'œuf une hausse indésirable qui s'amorcerait : car, nous l'avons déjà dit, dès qu'un titre se met à monter rapidement, il attire une escorte de spéculateurs dont le « ramasseur » n'a que faire pour le moment.

Deuxième phase. Le changement des étiquettes.

Supposons que le gérant du syndicat soit parvenu à ramasser tous les titres dont il a besoin ou, plus exactement, tous ceux qu'il suppose pouvoir se procurer sans provoquer une hausse appréciable des cours : supposons, en d'autres termes, qu'il ait acquis la majeure partie du flottant — de préférence sous forme de titres reportés, ce qui lui permet, au moment où, souhaitant une hausse des cours, il lèvera en payant le prix convenu, de refuser aux baissiers qui font la contre-partie toutes facilités de report et de les mettre ainsi dans l'obligation de se couvrir en achetant au mieux sur le marché. La prochaine manœuvre va consister à répandre des rumeurs ultra-optimistes (fondées, néanmoins, dans une certaine mesure, afin qu'elles ne puissent pas être aisément démenties par le conseil d'administration) et à acheter lui-même vigoureusement, dans le but d'exciter le grand public et de l'amener d'un seul coup sur le marché (en compagnie des baissiers, s'il en existe).

Si le public ne réagit que mollement à ces rumeurs, on peut recourir, pour le dérouter davantage par des apparences d'activité factice sur le marché du titre, à des « ventes truquées » et à des « ordres couplés ». Les membres du syndicat s'entendent entre eux pour se vendre et s'acheter réciproquement de gros paquets de titres à des cours fictivement élevés. Ainsi le public sera-t-il plus que probablement induit en erreur par « une activité croissante à des cours en progrès constants » et se mettra-t-il à acheter avidement, dans l'idée que le titre « a fini par se mettre en mouvement » et aussi pour avoir entendu dire qu'un syndicat s'est formé en vue de pousser les cours.

S'il s'agit d'un syndicat opérant à court terme, le gérant cherchera le plus souvent à tirer parti de cette hausse pour se dégager et pour disséminer ses titres, sans plus attendre, en lâchant, par exemple, 10.000 actions à la fois, en sorte que le marché reste large.

Il arrive cependant très fréquemment qu'un gérant de syndicat, notamment s'il s'agit d'un syndicat opérant à long terme, s'efforce délibérément de provoquer sur le titre un mouvement de hausse en zigzag, son but étant alors de faire croire au public qu'il est de bonne tactique d'acheter sur chaque réaction.

Troisième phase. Distribution.

Cependant, lorsque le manipulateur juge suffisamment élevé le niveau des cours atteints par le titre, il se met à vendre sur une échelle considérable (1). Ces ventes provoquent généralement une réaction des cours. Si, toutefois, la baisse s'amplifie fortement, le manipulateur soutiendra probablement le marché. Il s'efforcera, une fois de plus, de redresser les cours, ce qui ramènera sur le marché des acheteurs recrutés parmi ceux qui se sont habitués à acheter lors de chaque réaction. Il est d'ailleurs surprenant de constater sur quelle large échelle le public achète une valeur à la mode qui vient de baisser après une longue série de hausses.

Le manipulateur peut également soutenir le titre chaque fois qu'il tombe à un cours donné, dans le but d'inculquer au public une nouvelle conviction, à savoir que les initiés soutiendront toujours le titre chaque fois qu'il sera ramené à ce cours limite. On peut donc habituer le public à acheter à ce cours en le persuadant (a) qu'aux yeux des dirigeants le titre vaut largement ce cours et (b) qu'il y a peu de chances pour qu'il tombe plus bas. Ultérieurement, le syndicat tirera parti de cette habitude pour se dégager au cours « de résistance » ainsi fixé par ses soins.

Cette tactique, consistant à soutenir le marché chaque fois que cela est nécessaire et à dégager le syndicat chaque fois qu'une opportunité se présente, peut être poursuivie pendant des semaines ou pendant des mois : cela dépend

(1) Ajoutons ici que la liquidation des syndicats débute souvent par des ventes à terme éparpillées, effectuées par de nombreux petits intermédiaires sans relations avec la société, ventes qui, d'une part, absorbent les titres qui pourraient être prêtés et empêchent ainsi d'autres personnes de se porter vendeurs et qui, en outre, donnent aux professionnels l'impression que des rachats équivalents devront être effectués ultérieurement (par les vendeurs soi-disant « mal renseignés »), impression qui constitue un élément de résistance des cours.

Ultérieurement, le gérant du syndicat peut, ou bien décider de liquider ses ventes à découvert, ce qui peut se traduire par un profit, ou bien, s'il le juge à propos, livrer du titre et « distribuer » ainsi une partie des valeurs ramassées par lui à l'origine.

Une autre méthode, onéreuse il est vrai, de dégagement sur un marché hésitant consiste à acheter des primes pour le *double* du montant que l'on se propose de vendre. Les vendeurs de primes ont en effet l'habitude de couvrir la moitié de leurs engagements. Cette pratique provoque des achats qui balancent les ventes du syndicat.

du nombre des titres à liquider et de la manière dont le public réagit.

Quatrième phase. Effondrement.

Lorsque le travail de distribution a pris fin, le gérant du syndicat cesse de s'occuper du marché. Les rumeurs favorables cessent d'être répandues et aucun soutien n'est plus accordé au titre. On laisse les cours tomber au-dessous de leurs « niveaux de résistance inférieurs ». Par suite, ils abandonnent la zone élevée où ils se maintenaient encore récemment et, généralement, commencent à baisser précipitamment, car le flottant s'est énormément gonflé — en raison du fait que le syndicat vient de liquider son papier et l'a sans doute vendu à des spéculateurs « anémiques », qui risquent d'ailleurs d'être « étranglés » par leurs banquiers (ou à qui leurs intermédiaires réclameront des suppléments de couvertures) dès que la valeur des titres se sera mise à fléchir. De plus, les baissiers professionnels entrent à leur tour en campagne dès qu'ils apprennent que le syndicat a retiré son soutien au titre.

Méfiez-vous donc chaque fois qu'une valeur est poussée d'une zone inférieure à une zone supérieure, puis cesse de monter, en dépit d'une émission à jet continu de nouvelles favorables *imprévues* (en tant que distinctes des nouvelles *prévues*). C'est là souvent l'indice de la présence sur le marché d'un « chef d'orchestre » et les placeurs devraient s'en inquiéter, notamment si le titre lui-même paraît être surévalué, compte tenu des circonstances de fait.

N'achetez, en principe, de titres que si leurs cours oscillent dans une zone basse ou s'ils paraissent sous-évalués, compte tenu des circonstances de fait. De tels titres sont précisément ceux qui ont le plus de chances d'être pris en mains et poussés par des syndicats.

Conclusions qui se dégagent des graphiques, en matière de manipulations.

L'objectif du placeur alerte devrait être d'exploiter, plutôt que de combattre, l'activité des groupes puissants. Les points suivants méritent de retenir son attention :

1. Méfiez-vous des tuyaux provenant d'initiés et portant sur des titres dont les cours évoluent dans une

zone élevée : ces tuyaux peuvent ne pas avoir été donnés sans arrière-pensée.

2. Si les cours d'un titre déprimé, mais sain, sont restés pendant un certain temps presque stationnaires dans une zone basse, puis bondissent soudain au-dessus de leurs anciennes séries de maxima et pénètrent dans une nouvelle zone supérieure, c'est là souvent l'indice qu'une hausse (ordinairement de plus de 30 %) va être montée de toutes pièces. Les spéculateurs peuvent donc être amenés à se demander s'ils n'auraient pas intérêt à se laisser porter par ce nouveau courant (même s'ils venaient précisément de vendre à des cours voisins des anciens maxima). Il se peut qu'un gros mouvement de changement de zone vienne de s'amorcer.

3. Si une valeur qui vient de passer par des minima et des maxima conjoncturels de plus en plus élevés cesse finalement de monter davantage en dépit de la publication de bonnes nouvelles inattendues, c'est là souvent l'indice qu'une « distribution » est en train de s'effectuer et que les cours peuvent s'effondrer prochainement.

4. Si une valeur, après avoir oscillé dans une zone élevée à cheval sur une moyenne horizontale, tombe au-dessous de son ancienne série de minima, cela signifie souvent que les syndicats ou les initiés ont désormais retiré leur soutien au titre. En pareil cas, et même si l'on vient précisément d'acheter à des cours voisins des anciennes parallèles inférieures, il est fréquemment judicieux d'accompagner la marée qui vient de tourner, en se portant vendeur.

5. Ou encore, si un titre qui, depuis quelques années, a passé par des minima et des maxima conjoncturels de plus en plus élevés, tombe au-dessous de son dernier minimum conjoncturel, cela signifie souvent que ce titre vient d'amorcer un renversement de tendance à long terme — notamment si l'indice général des valeurs à revenu variable n'a pas également enregistré un minimum conjoncturel plus bas.

39

CARTES BISEAUTÉES

En écrivant ce livre, nous avons admis, *a priori*, que les administrateurs de sociétés sont honnêtes et compétents. Il advient cependant parfois que l'honnêteté se combine avec l'incompétence et la compétence avec la malhonnêteté.

En droit, un administrateur devrait toujours se considérer comme le serviteur de la société et ne jamais communiquer à ses amis, ni utiliser lui-même, des renseignements confidentiels avant que les actionnaires en aient eu officiellement connaissance. Beaucoup d'administrateurs, malheureusement, ne s'astreignent aucunement à respecter cette règle.

1. Les « initiés » et leur entourage utilisent fréquemment pour leurs opérations boursières des « renseignements de bonne source » avant que les actionnaires aient été mis en mesure d'en tirer parti sur un pied d'égalité. De telles « fuites » sont provoquées, tantôt par l'obligeance des administrateurs, tantôt par des motifs moins avouables.

2. Comme il est très facile de manipuler les bénéfices publiés, en faisant varier les taux d'amortissement, les évaluations d'actifs, et ainsi de suite, un conseil d'administration peu scrupuleux dispose pour ses manœuvres incorrectes d'un champ d'action pratiquement illimité. Il peut faire d'abord apparaître des bénéfices réduits ; puis acheter des titres ; puis faire apparaître des bénéfices élevés ; puis se dégager ; puis vendre à découvert ; puis faire apparaître à nouveau des bénéfices réduits — et ainsi de suite.

3. Certains administrateurs compriment parfois les bénéfices (publiés) pendant une série d'exercices ; puis cèdent la société à un autre groupe moyennant un prix trop faible et reçoivent, des mains des acheteurs reconnaissants, de larges indemnités personnelles, en compensation de la perte de leurs postes d'administrateurs.

4. Dans d'autres cas, les administrateurs font apparaître

des bénéfices indûment majorés et se font allouer des jetons et indemnités supplémentaires par les actionnaires reconnaissants.

5. Il advient que des conseils torpillent leurs propres sociétés en passant des commandes excessives (ou trop onéreuses) d'équipement, etc., à une autre société dont ils sont actionnaires, ce qui a pour effet d'écraser de frais la première société, tout en permettant à la seconde de réaliser des bénéfices exceptionnels.

Les mêmes administrateurs peuvent d'ailleurs se livrer ultérieurement à l'opération inverse (en passant à la seconde société des commandes à des prix insuffisants) après avoir, bien entendu, retourné leurs positions boursières en conséquence.

6. Une grosse société d'automobiles peut passer ses commandes d'accessoires tantôt à telle société, tantôt à telle autre. Les administrateurs peuvent acheter ou vendre, en « prévision » de ces commandes, des actions de ces sociétés d'accessoires.

7. Les administrateurs d'une société peuvent (a) céder les actifs de celle-ci, moyennant un prix anormalement bas, à une autre société (b), puis acheter des titres de la seconde société.

8. Il est arrivé qu'une société vende à une filiale étrangère des pièces détachées, destinées à être montées à l'étranger, en fixant un prix anormalement bas pour ces fournitures, ce qui permet à la filiale de réaliser de copieux bénéfices. Simultanément, les administrateurs s'approvisionnent largement en actions de la filiale, puis les cèdent au public étranger. Ultérieurement, ils rajustent à un niveau raisonnable les prix des pièces détachées. Ce faisant, ils exploitent pour leur compte personnel les fluctuations de cours qui se produisent sur les deux places boursières venant en ligne de compte.

9. Les administrateurs d'une société hôtelière peuvent constituer en commun une petite société pour la vente des vins et des cigares et lui réserver la partie la plus profitable des affaires de l'hôtel.

10. La formation de sociétés holding triangulaires, à conseils d'administration ou fondés de pouvoir enchevêtrés, constitue un autre type classique d'escroquerie financière.

Supposons que la société A détienne les actions de la société B ; la société B celles de la société C ; et la société C celles de la société A.

A achète en bourse les actions de C et fait monter leurs cours. Par suite, la valeur (sur le papier) du portefeuille de B augmente. Les actions de B détenues par A sont alors cédées au public, avec un profit pour A.

Ce profit est publié et, comme C possède des titres de A, la valeur du portefeuille de C paraît avoir augmenté.

La société A cède alors au public ses actions C, dont les cours ont été artificiellement gonflés comme nous venons de le dire.

C peut alors céder à A une partie de ses autres actifs, moyennant un prix ridiculement *faible*. Le bilan de C s'établira du même coup en perte — et A pourra racheter à bon compte ses propres actions à C.

Ces manipulations réciproques effectuées par des conseils enchevêtrés ou par des « groupes d'intérêts » peuvent se renouveler jusqu'au moment où il devient dangereux de poursuivre davantage ces opérations malhonnêtes.

11. Les administrateurs « en combinaison » peuvent également consacrer les ressources de chacune des trois sociétés à acheter les actions des deux autres et pousser ainsi en Bourse les cours des trois titres à des niveaux de plus en plus élevés, jusqu'au moment où les droits d'option (et les parts de fondateur) alloués aux administrateurs à l'époque de la constitution des sociétés peuvent être réalisés avec d'énormes bénéfices.

12. Ces manipulations peuvent fréquemment être dissimulées lorsqu'une quatrième société holding, constituée « en famille » par les administrateurs, opère pour le compte de ces derniers sur les titres des trois holdings dont les actions sont cotées.

13. Les administrateurs d'une banque peuvent constituer entre eux une petite société occulte et lui faire consentir par la banque de larges avances, à bas taux d'intérêt, pour effectuer telle opération avantageuse qui aurait pu et dû être réalisée pour le compte de la banque.

14. Notez qu'une société à responsabilité limitée peut vendre, plusieurs années de suite, à des « relations d'affaires » certains articles de faible valeur (par exemple, de vieilles coupures de journaux) pour un prix exorbitant. On peut publier les bénéfices de la S. A. R. L., la transformer en société anonyme, puis céder les actions de cette dernière au public, en capitalisant les bénéfices fictifs sur la base de 1 × 15.

Ainsi, les « relations d'affaires » auront bien subi une

perte sur les articles presque sans valeur achetés par elles. Mais elles obtiendront une compensation dix fois supérieure (sinon plus) aux frais exposés, lorsque le public non averti aura « avalé » les titres soufflés auxquels s'intéressent les aigrefins.

15. Certains commissaires aux comptes présentent cette particularité curieuse d'être frappés de cécité devant ces fraudes — pourvu que leur rémunération soit calculée largement.

16. Les oiseaux de même plumage volent de conserve. Or, certains administrateurs ont une solide réputation de fourberie : méfiez-vous donc des sociétés d'apparence correcte, mais dont certains administrateurs appartiennent également à des conseils dont la réputation est douteuse.

17. Évitez les émissions de valeurs nouvelles patronnées par des maisons de second ordre. Vérifiez avec soin si les bénéfices portés sur les prospectus d'émission pour un exercice donné ne représentent pas des profits exceptionnels, par exemple sur réalisation d'anciennes participations.

18. Il est virtuellement impossible de donner une définition précise du « bénéfice d'une entreprise ». Aussi peut-on presque toujours manipuler les bénéfices sans enfreindre la loi.

40 COMMENT TRAITER LES PERTES SUBIES SUR DES PLACEMENTS ANTÉRIEURS

(Pendant une phase de *déclin*)

Un problème difficile.

Il n'est guère de placeur dont le portefeuille ne comprenne une série de valeurs acquises à des cours élevés et sur lesquelles il essuie désormais de lourdes pertes. Cette observation vaut notamment pour les *phases descendantes,* lorsque ceux des porteurs de valeurs à revenu variable qui n'ont pas su vendre au voisinage du « plafond » se trouvent placés devant une série de pertes « sur le papier » qu'ils estiment vraisemblablement trop fortes pour être consolidées.

La possession de ces valeurs décevantes s'explique par l'échec inattendu des plans du placeur ou de ceux d'autres personnes (en cas d'héritage, par exemple) et par le fait que des ordres *stop* n'ont pas été placés sur ces valeurs au moment de leur achat. Le nombre de ces opérations coûteuses s'accroît normalement en période de récession.

Le traitement de telles listes de valeurs peu satisfaisantes constitue l'un des problèmes financiers les plus difficiles à résoudre. Je vais donc le discuter quelque peu longuement, au risque de lasser l'attention du lecteur.

Difficultés d'ordre psychologique.

Le principal défaut du placeur moyen, quand il parcourt la liste de ses placements malheureux, consiste à fermer les yeux et à cesser d'y penser, pour la simple raison que l'examen d'une telle liste l'attriste et l'humilie. Et pourtant le traitement des placements dépréciés en période de récession n'en reste pas moins l'un des problèmes de placement les plus importants. Il est souvent opportun de détourner son attention de quatre-vingt-dix-neuf bonnes valeurs pour essayer d'améliorer un seul placement qui a mal tourné.

Les prix d'achat sont en dehors de la question.

Le premier point à retenir en matière de valeurs dépréciées, c'est que le prix d'achat initial ne doit absolument pas entrer en ligne de compte. Que l'on ait acquis un titre à 20 % au-dessus ou à 20 % en-dessous du cours du jour, cette circonstance ne saurait modifier à *aucun degré* la tactique rationnelle à suivre à l'égard de ce placement. Si l'on se trouve désormais en perte, on ne doit jamais prétendre que l'on ne peut pas encore vendre « parce que la perte serait trop grande », car, en fait, cette perte est déjà acquise et l'ordre de vente n'a pour effet que de la confirmer.

Examinez donc vos valeurs en raisonnant sur les cours du jour, sans vous préoccuper du prix qu'elles vous ont coûté naguère, et considérez-les simplement comme des « réceptacles de capitaux » que l'on ne doit utiliser en aucun cas s'ils sont de mauvaise qualité et s'ils laissent fuir votre argent.

Diverses politiques alternatives.

Cependant il existe différentes catégories de titres dépréciés :

1) Titres ayant toujours de larges marchés et ayant, peut-être, été émis par des sociétés de premier ordre.

2) Titres de sociétés de second ordre, dont la réalisation est difficile.

3) Titres de rebut, presque invendables.

On peut appliquer différentes méthodes au traitement des valeurs sur lesquelles on enregistre des pertes :

1) Se faire une moyenne, soit immédiatement, soit après une nouvelle baisse.

2) Arbitrer contre d'autres titres offrant de meilleures perspectives.

3) Passer immédiatement des ordres *stop*, destinés à limiter les pertes futures.

4) Vendre immédiatement la totalité (ou la moitié) des titres, puis :

(i) Ou bien conserver les liquidités ainsi dégagées, dans l'espoir d'exploiter ultérieurement une situation temporaire de semi-panique boursière.

(ii) Ou bien conserver l'argent en dépôt, ou l'investir en valeurs dorées sur tranches, jusqu'au moment où, la situation économique s'étant nettement redressée, il devient de nouveau intéressant de procéder à des achats d'actions.

(iii) Ou bien affecter le produit des ventes à la couverture de futures opérations à la baisse.

5) Conserver les titres, en se proposant de les vendre à l'occasion de la prochaine poussée de hausse intercalaire.

6) Alternativement, si le placeur estime que le fond de la dépression a presque été atteint et que l'indice des cours des valeurs à revenu variable a désormais des chances de se relever durablement, il peut conserver ses valeurs dépréciées, en totalité ou en partie, et dresser des plans précis et rationnels pour ses futures prises de bénéfices et de pertes.

La tendance industrielle constitue le principal critérium.

L'opportunité de conserver un titre donné rattaché à un compartiment donné dépend, bien entendu, pour une part, de la gestion plus ou moins heureuse de la société, compte tenu de la valeur de son actif net et de ses bénéfices récents. Mais elle dépend surtout de la tendance de la branche industrielle à laquelle la société est affiliée.

Or, on peut se trouver en présence de cas très différents : soit que les bénéfices des branches industrielles venant en question soient stationnaires ; soit que ces bénéfices déclinent ou paraissent devoir décliner sans tarder ; soit qu'ils donnent des signes de reprise commençante. En fait, la tendance générale de la branche industrielle venant en ligne de compte constitue le facteur décisif à considérer quand on se demande si l'on doit ou non conserver une valeur en portefeuille.

Théoriquement, si une reprise ne s'est pas encore manifestée et au cas où le placeur n'accepterait pas d'acquérir avec de l'argent frais des valeurs identiques à celles qu'il possède déjà — il ferait mieux de réaliser ces dernières.

On devrait, à mon avis, adhérer à ce principe *pour toutes les valeurs entrant dans la composition d'un portefeuille donné*, sans se préoccuper de rechercher si l'on est en bénéfice ou en perte sur lesdites valeurs.

On devrait donc liquider tous les placements reconnus (en appliquant le critérium que nous venons de définir) comme inadéquats — puis, ou bien investir les disponibilités ainsi dégagées en valeurs offrant, théoriquement, de meilleures perspectives, ou bien les conserver inemployées.

Le placeur peut même supposer qu'il a réalisé un

bénéfice de 30 % (au lieu d'une perte), puis se demander s'il doit prendre ce bénéfice (imaginaire).

La méthode des ordres stop.

Toutefois, la technique précédente se révélera fréquemment comme psychologiquement trop difficile à appliquer par le placeur moyen. Celui-ci éprouve l'impression qu'une telle façon de procéder peut être erronée et peut l'amener à vendre au plus bas. En tout état de cause, il craindra souvent d'être entraîné, en opérant dans de telles conditions, à acquérir d'autres titres qui peuvent baisser à leur tour.

En pareil cas, une règle simple consiste, en théorie, à fixer *a priori* le montant de la perte *supplémentaire* que l'on est disposé à essuyer sur chacun des placements dépréciés ; puis à passer immédiatement à son intermédiaire des ordres *stop* adéquats.

Mais, en pratique, beaucoup des titres dépréciés d'un portefeuille ont des marchés tellement étroits qu'ils ne se prêtent pas à la technique des ordres *stop*.

En de telles occurrences, la seule chose à faire consiste, ou bien à vendre immédiatement au mieux ; ou bien encore à continuer, à tout hasard, à conserver une partie des titres décevants.

Réaliser sans délai 50 % de tels placements constitue fréquemment, *en cas de doute*, une demi-mesure judicieuse et plus facile à exécuter qu'une « lessive » complète.

Cependant, il convient d'analyser ce problème des « doutes ».

Les valeurs rattachées à des industries tendant à décliner restent généralement sous-évaluées.

La question de savoir si une valeur mérite ou non d'être conservée ne dépend pas seulement de ses perspectives économiques, mais aussi, jusqu'à un certain point, de la mesure dans laquelle les cours actuels escomptent ces perspectives, si elles sont défavorables : on peut, en effet, concevoir qu'une valeur dont les perspectives économiques sont mauvaises puisse néanmoins être considérée comme bon marché si ses cours sont particulièrement bas.

On doit cependant faire état de la considération suivante :

Au cours des périodes de dépression, beaucoup de valeurs dépréciées peuvent, quand on analyse leurs

comptes du dernier exercice, apparaître comme étant déjà assez fortement *sous*-évaluées, compte tenu des circonstances, pour que l'on puisse nourrir, toutes choses égales d'ailleurs, l'espoir d'une reprise prochaine.

Mais l'on ne se rend pas toujours compte que des titres rattachés à des branches ou à des sociétés dont les bénéfices tendent à fléchir, sous l'action de forces extérieures ou d'une mauvaise gestion, risquent fort de rester constamment sous-évalués pendant toute la durée de leur déclin. Il n'y a guère de chances pour que ces titres soient *jamais* raisonnablement évalués « eu égard aux circonstances » à une période quelconque de la baisse, car la Bourse escompte habituellement l'avenir. On doit donc s'attendre à ce que la sous-évaluation de telles valeurs subsiste, tant qu'un revirement de tendance nettement orienté à la hausse ne se sera pas clairement dessiné.

Il est déraisonnable d'attendre des reprises.

Ceci posé, il n'y a guère lieu de se bercer d'espoir, ni de compter, pour alléger sa position, sur des reprises qui ramèneraient des cours « raisonnables ». En fait, si la tendance des bénéfices d'une branche ou d'une société n'est pas encore *nettement* orientée à la hausse et si elle *risque* même de continuer à fléchir, c'est une règle salutaire que de vendre *immédiatement* les valeurs peu attrayantes, *sans se laisser arrêter par leur sous-évaluation apparente.*

Par ailleurs, il n'est guère intéressant d'attendre des reprises *secondaires*, car, même si une reprise de 15 % doit survenir quelque jour (en raison de la situation de place ou pour des motifs conjoncturels), de nouvelles baisses de 15 % peuvent tout aussi fréquemment survenir au préalable. En fait, si vous n'êtes pas disposé, de propos délibéré, à accroître votre position sans plus attendre (ou à recommander à vos amis de se porter acheteurs), vous avez *généralement* intérêt à vendre tout de suite, presque sans vous préoccuper du cours. Neuf fois sur dix, vous pourrez racheter meilleur marché, sur une nouvelle baisse.

J'admets, bien entendu, qu'un titre peut être tombé à un cours si ridiculement bas (par rapport aux bénéfices, et non par rapport aux cours antérieurs) que mieux vaut le conserver plutôt que de le vendre. Néanmoins, dans la majorité des cas, l'expérience prouve qu'il est judicieux

de vendre sans délai les valeurs rattachées à des branches en déclin — puis d'attendre, avant de racheter, que la tendance des bénéfices ait commencé à se redresser.

La tactique de vente est en partie conditionnée par le facteur temps.

Cependant nous devons, à ce point de notre analyse, faire intervenir une nouvelle donnée dans notre problème, à savoir le facteur temps. Certains titres, en effet, même s'ils ne conviennent pas pour des placements à court terme, peuvent parfaitement être mis en portefeuille pour un placement de trois ans, par exemple. Aussi le placeur, quand il passe en revue sa liste de titres, doit-il toujours se demander pendant combien de temps il est disposé à conserver telle ou telle valeur.

On ne doit pourtant pas perdre de vue que les récessions affectant une branche industrielle donnée se prolongent souvent pendant des années.

Si donc une valeur a baissé depuis seulement deux ans et paraît toujours ébranlée, il est extrêmement probable qu'elle ne se redressera pas *durablement* avant un an, au minimum. Il n'est guère intéressant de conserver un tel titre (dont la santé industrielle paraît toujours compromise), même si l'on est disposé à *bloquer une fraction de son capital* pour une période de deux ou trois ans. En effet, une baisse supplémentaire de 50 % peut parfaitement intervenir avant que la valeur s'oriente finalement en reprise.

Un diagnostic de sous-évaluation.

En pratique, et généralement parlant, l'on ne devrait jamais conserver de titres rattachés à une branche qui n'est pas nettement en voie de redressement, sauf :

A) Si le taux de capitalisation des bénéfices, calculé sur la base des cours actuels, atteindrait encore 10 % même si les *bénéfices* du prochain exercice fléchissaient à nouveau de 50 % ; ou

B) Si la valeur de l'actif net des actions, calculée avec circonspection, correspond au moins au double de leur valeur boursière récente ; ou

C) Si la trésorerie paraît assez forte pour que la société soit en mesure de subir sans sourciller quatre années au moins de pertes successives atteignant chacune, disons, 10 % du capital global (réserves comprises).

En ce qui concerne le dernier point, la vigueur finan-

cière des sociétés dont les cours de leurs actions se sont récemment effondrés constitue effectivement l'un des premiers critériums à considérer quand on se demande si l'on doit ou non conserver leurs titres. C'est presque toujours une tactique coûteuse et déraisonnable que de bloquer à long terme des capitaux dans une entreprise en régression, à moins que sa trésorerie ne soit particulièrement forte.

Les actions dépréciées qui ont récemment baissé de 50 à 60 % *paraissent* toujours susceptibles de remonter subitement, à raison de 20 % ou de 30 % : mais l'expérience enseigne que des valeurs de cette catégorie sont tout aussi fréquemment susceptibles de baisser de nouveau dans la même proportion. On a donc généralement intérêt à les vendre sans délai et l'on n'a guère intérêt à les conserver en raison de la consistance des actifs ou dans l'espoir de reprises techniques.

Comme la Bourse ne se lasse jamais d'escompter l'avenir, les reprises portant les cours à des niveaux que « sembleraient » justifier les circonstances *récentes* sont exceptionnelles.

« L'espoir » dans les reprises.

Ici nous devons dire un mot de la *psychologie* des placeurs qui « mettent leurs espoirs dans les reprises prochaines ». Tout placeur qui détient de mauvaises valeurs est presque invariablement obsédé par l'idée qu'à chaque forte baisse récente succédera sans tarder une reprise partielle et que, ce moment venu, il sera, quoi qu'il arrive, en mesure de se défaire d'une partie de ses titres. Cependant de telles résolutions sont rarement tenues, car, dès que les cours commencent à remonter, cette hausse inspire au porteur un regain de confiance : il s'imagine que la reprise est enfin amorcée — et il se cramponne à son portefeuille. L'avidité peut d'ailleurs l'empêcher de vendre, en le dissuadant d'appliquer le plan primitivement conçu.

Si donc un placeur est assez optimiste (ou déraisonnable) pour espérer que ses mauvaises valeurs remonteront avant peu, il devrait donner à son intermédiaire des limites de vente fixées à des cours supérieurs ou, en tout cas, passer des ordres *stop* à glissière et les relever au fur et à mesure de la hausse du marché, afin de consolider les deux tiers des bénéfices futurs sur le papier, calculés par rapport aux bas cours actuels.

Si les marchés des valeurs décevantes sont trop étroits

pour que les ordres *stop* puissent fonctionner, il est sans doute recommandable de vendre sans délai.

J'ajouterai que l'on doit tout particulièrement se garder de tenir pour bon marché les actions des sociétés ayant de fortes dettes obligataires, pour la seule raison que leurs taux de capitalisation paraissent anormalement élevés. En effet, une nouvelle baisse de 10 % sur les bénéfices nets de telles sociétés peut, en pareil cas, supprimer tous les bénéfices disponibles pour les actions ordinaires.

Tactique consistant à conserver des ressources liquides jusqu'à la deuxième année de reprise générale.

Lorsqu'il s'agit de traiter les valeurs douteuses d'un portefeuille, il est utile de savoir que la période pendant laquelle on peut gagner le plus facilement et le plus sûrement de l'argent à la Bourse se place durant les phases de redressement économique général, lorsque les affaires ont nettement repris depuis environ douze mois et lorsque la courbe représentant l'indice national des valeurs à revenu variable a monté pendant un an.

Une carte maîtresse de toute politique de placement poursuivie pendant une vie entière consiste donc à toujours se ménager le maximum de disponibilités en vue d'exploiter *cette période particulière d'expansion.*

Agissez donc avec largeur de vues et ne vous laissez pas détourner de vendre simplement parce que vous *pouvez* avoir la malchance de tomber sur les plus bas cours qui aient encore été atteints. La plus sûre de toutes les politiques de placement consiste à se procurer des munitions pour une campagne future, rationnelle et bien engagée. Ne vous laissez donc aucunement démoraliser s'il vous advient la mésaventure de réaliser au plus bas.

Vendez sans attendre davantage vos valeurs théoriquement malsaines, puis : ou bien placez votre argent en valeurs dorées sur tranches de tout repos et attendez sans bouger la deuxième année de reprise industrielle généralisée — ou encore prenez position à la baisse (en passant des ordres *stop* serrés).

La peur de « vendre au plus bas » est l'une des maladies des placements qui détruisent le plus de capitaux.

Ne comptez jamais sur des événements improbables et ne vous accrochez jamais à l'espoir d'une reprise prochaine.

Bien que nous tenions pour la meilleure la méthode consistant à vendre et à ne pas racheter avant la deu-

xième année de reprise, en renonçant ainsi délibérément à prendre position vers le début d'une hausse générale, nous nous rendons parfaitement compte que, toute réflexion faite (disent-ils), certains placeurs préfèrent, plutôt que de renoncer à essayer de profiter de toute la marge de hausse, courir le risque d'acheter avant la fin de la baisse, c'est-à-dire acheter prématurément.

Or, les placeurs ayant cette mentalité sont également ceux qui subissent habituellement les plus fortes pertes. Ils sont, en effet, presque invariablement portés à conserver des valeurs en baisse, rattachées à des industries et à des sociétés fléchissantes, bien que la tendance des bénéfices paraisse toujours nettement orientée à la baisse. Ils expliquent cette répugnance à prendre leurs pertes (répugnance qui tient en réalité à un défaut de caractère) en faisant observer qu'un homme seulement sur un million peut espérer tomber juste sur le fond absolu de la baisse et qu'il est donc indifférent de prendre position trop tôt ou de prendre position trop tard.

Ils soutiennent également que, même s'ils se décidaient à vendre sans retard, ils n'auraient probablement jamais le courage de racheter à des cours inférieurs, *même si* une nouvelle et forte réaction venait à se produire. C'est pourquoi ils persistent (logiquement, à leur point de vue) à conserver leurs titres en nourrissant l'espoir qu'une vague d'optimisme provoquera un redressement prochain et (pourquoi pas ?) durable de leurs placements.

Personnellement, je ne saurais approuver cette tactique. Les baisses affectant telle ou telle branche industrielle se prolongent habituellement pendant des années. C'est donc une pratique *normalement* malsaine que d'acheter ou de conserver des valeurs affiliées à ces branches pendant la seconde ou même pendant la troisième année de récession. Mieux veut généralement vendre hardiment, sans tergiverser, et ne pas racheter tant que le reprise n'est pas nettement amorcée, même si l'on est ainsi amené, *éventuellement*, à reprendre position à des cours plus élevés. Ayez assez d'énergie pour suivre cette ligne de conduite. C'est là un des principaux indices de force de caractère en matière de placements. Le niveau des cours sur la base desquels vous gagnez de l'argent importe peu, pourvu que vous en gagniez — *en définitive*. Or, la période la plus « sûre » pour améliorer son capital se place durant les reprises. La peur de vendre au plus bas est la cause de *la plupart* des grosses pertes éprouvées sur les placements.

Accumulez les disponibilités en prévision des paniques.

On doit également considérer l'opportunité de vendre en prévision d'une panique éventuelle.

Au cours de chaque période de fléchissement économique, il se produit généralement une ou plusieurs paniques boursières motivées, soit par les crises politiques qui accompagnent habituellement les dépressions économiques, soit par des faillites, etc.

Certes, le placeur a peu de chances de *prévoir à l'avance* ces accidents, pour « normaux » qu'ils soient, mais il est parfaitement fondé à « compter » qu'ils surviendront à un moment donné, avant que le fond de la baisse boursière ait été atteint. Or, il est extrêmement avantageux, dans les périodes où le marché est en proie à une panique désordonnée et où le public jette ses valeurs par-dessus bord pour faire de l'argent, de disposer d'une masse de manœuvre liquide, susceptible d'être employée à des achats spéculatifs.

En de telles occurrences, si — après quelques semaines de baisse continue suivies par trois ou quatre jours de panique virtuelle, pendant lesquels aucun symptôme favorable n'apparaît à l'horizon — le placeur achète les valeurs directrices du marché, dès que de faibles signes de raffermissement se manifestent, il a des chances de réaliser très rapidement un bénéfice — surtout s'il se porte acheteur seulement sur des titres ayant récemment baissé de 30 % ou davantage par rapport à leurs derniers maxima.

En pareils cas, si le placeur passe des ordres *stop* à marge étroite et s'il relève ses limites parallèlement à l'amélioration progressive des cours, il pourra consolider ses bénéfices sur le papier et ses risques de perte seront faibles.

Ayez donc le courage de réaliser vos mauvaises valeurs en périodes de crise boursière, puis d'attendre l'heure où se développera une situation de panique.

Vous donnerez là une nouvelle preuve de votre force de caractère.

Si aucune panique ne se produit, attendez pour acheter que l'heure de la reprise définitive ait sonné.

Prises de positions à la baisse.

Une autre méthode, peut-être encore plus judicieuse, de traitement des placements peu attrayants pendant la

période de baisse consiste à les réaliser immédiatement, presque sans se préoccuper des cours, puis à conserver en argent liquide le montant des ventes et à l'utiliser, non pas à des opérations à la hausse montées pendant les paniques éventuelles, mais à des opérations à la baisse.

Ces opérations à la baisse (toujours liées à des ordres *stop*) devraient porter sur des valeurs directrices (émises de préférence par des sociétés ayant de fortes dettes et dont les taux de capitalisation des *bénéfices* sont bas) rattachées à celles des branches qui sont généralement les plus affectées par les récessions, à savoir : matières premières, produits de luxe et construction mécanique.

L'observation d'une telle ligne de conduite réclame, certes, du courage intellectuel, mais elle est recommandable aussi bien en théorie qu'en pratique. Les placeurs, en effet, devraient se rendre compte que, à certaines époques, prendre position à la baisse constitue la seule politique rationnelle, en ce qui concerne les valeurs à revenu variable.

Traitement applicable aux points faibles d'un portefeuille, vers le « creux » des affaires.

Bien que la méthode *la plus* rationnelle à appliquer aux valeurs les moins attrayantes d'un portefeuille consiste à les vendre et à se créer ainsi des disponibilités en vue de mener une campagne de baisse ou d'exploiter la deuxième année de reprise, on ne saurait cependant méconnaître que, si la reprise générale est *déjà* en vue ; si les conditions économiques qui précèdent une telle reprise sont *déjà* réalisées (cf. chap. V) ; et si une ou deux branches industrielles ont déjà commencé à se redresser, à l'issue d'une période où *toutes* les branches avaient fléchi — des reprises substantielles peuvent fort bien améliorer sous peu les placements dépréciés de second ordre.

En pareil cas, la question essentielle à résoudre est celle de savoir si la reprise générale est nettement en vue, ou non ? Et, pour y répondre, on doit rechercher en première ligne :

Si les cinq principaux indices de l'activité économique générale (à savoir : activité ferroviaire, compensations bancaires, chômage, prix de gros et balance commerciale) paraissent en voie de stabilisation ou d'amélioration ?

Si le taux de l'escompte est tombé au-dessous du rende-

ment des valeurs à revenu fixe et des valeurs à revenu variable ?

Si la hausse des obligations à long terme a fini par se dessiner ?

Si la reprise s'est amorcée dans différentes industries productrices de marchandises de consommation ? Et ainsi de suite. (Cf. chapitre V.)

Si l'on a la *conviction* très nette (et non pas seulement « l'espoir ») qu'un tel renversement de tendance boursière est désormais en cours, il peut être de bonne tactique de considérer les valeurs les plus désavantageuses du porfeuille comme un placement spéculatif, effectué de propos délibéré et que l'on traitera dans l'avenir d'après des directives rationnelles.

Néanmoins, l'on ne devrait en aucun cas laisser un pareil fonds excéder 25 % du capital total. Si cette proportion se trouve dépassée, il y a lieu de vendre quelques titres pour rétablir l'équilibre.

Il importe, en deuxième lieu, de mettre au point un plan précis de prises de bénéfices et de prises de pertes, en ce qui concerne ces valeurs spéculatives, *considérées dans leur ensemble.*

Or, les placeurs, en grande majorité, sont, au contraire, inclinés à vendre les quelques valeurs de second ordre qui montent, dès qu'elles ont progressé de quelques points, et à se cramponner aux autres valeurs, sans passer d'ordres *stop*, dans l'espoir qu'elles monteront à leur tour ultérieurement. Cette tactique conduit généralement le placeur à rafler de maigres bénéfices sur quelques-uns de ses placements, tout en laissant de lourdes pertes s'accumuler sur les autres.

Une telle façon de procéder est évidemment illogique, car systèmes de prises de pertes et systèmes de prises de bénéfices doivent s'harmoniser. Si l'on prend les petits bénéfices, on doit également prendre les petites pertes : mais comme il est difficile d'appliquer cette tactique aux valeurs de second ordre, mieux vaut s'orienter vers les *larges* bénéfices. Rafler de petits bénéfices en laissant courir les pertes, c'est commettre un péché cardinal en matière de placements.

Pour ma part, je préfère suivre, en pratique, le plan consistant à traiter en bloc toutes les valeurs détenues à contre cœur — et les vendre toutes ou n'en vendre aucune.

Cependant, une observation s'impose. En ce qui con-

cerne la fraction spéculative d'un portefeuille, il importe d'équilibrer correctement les différentes mises. Si, par exemple, deux placements peu attrayants excèdent en valeur, sur la bases des cours actuels, cinq ou six autres placements du même genre, il y a lieu de procéder sans délai à un rajustement tendant à égaliser approximativement les mises. Sinon, une baisse de 20 % affectant l'un des deux principaux placements pourrait annuler une hausse de 50 % sur l'un des cinq ou six autres.

Dans tous les plans de placement, mises, systèmes de prises de bénéfices et systèmes de prises de pertes doivent être mutuellement adaptés.

Conclusions.

C'est presque toujours une politique fâcheuse que de détenir des valeurs à revenu variable, qu'elles soient de premier ordre ou de troisième ordre, pendant une période de récession économique, quels que soient d'ailleurs les niveaux récents des cours de bourse.

La plupart des placements finiront, en pareil cas, par se déprécier fortement. La médication héroïque consistant à vendre sans délai est donc normalement rationnelle. Les vendeurs de bonne volonté font les placeurs heureux : évitez donc de vous cramponner aux valeurs décevantes.

Il existe, à vrai dire, une bonne méthode pour surmonter la répugnance naturelle que l'on éprouve à prendre des pertes : elle consiste à découvrir des valeurs plus intéressantes et à procéder à un arbitrage immédiat. Mais il existe, normalement, une méthode encore meilleure consistant à vendre d'emblée toutes les valeurs à revenu variable et à utiliser les disponibilités ainsi dégagées à des opérations à la baisse [1] ; ou encore à placer ces fonds en valeurs dorées sur tranches ; ou à les déposer en banque jusqu'au moment où la réalité de la reprise économique sera *nettement* établie et où les cinq principaux indices économiques se seront *tous* redressés.

Cette politique suppose, il est vrai, que l'on soit « capable d'attendre », mais la « patience » est l'une des principales qualités dont puisse être doué un placeur.

Récapitulation des règles.

(1) Essayez invariablement de suivre pour vos placements une stratégie rationnelle et refusez-vous absolu-

(1) Ce conseil s'adresse aux *spéculateurs* et non aux *placeurs* (*N. d. T.*).

ment à conserver des valeurs à revenu variable rattachées à toute branche dont la tendance n'est pas nettement orientée à la hausse.

(2) En ce qui concerne les valeurs de *premier ordre* sur lesquelles on éprouve des pertes, il n'est judicieux d'attendre des reprises techniques temporaires pour les vendre que si une reprise boursière généralisée (visible sur le graphique) a *déjà* commencé, après un ou deux mois de baisse générale.

(3) Il est rarement recommandable de conserver des valeurs de *troisième ordre* dans l'attente de reprises techniques conjoncturelles (et non durables), car les conditions techniques du marché n'affectent généralement pas ces valeurs au même degré que les valeurs directrices du marché.

(4) Ne conservez vos valeurs de troisième ordre que si :

(i) L'industrie auxquelles elles se rattachent a déjà commencé à se redresser ; ou

(ii) Si la conjoncture boursière est nettement favorable et si l'indice quotidien des valeurs à revenu variable est toujours orienté à la hausse (si tel est le cas, vendez plus tard).

(iii) Si les cours sont particulièrement déprimés et si les titres sont encore virtuellement invendables.

(iv) Si les actifs nets, évalués avec prudence, dépassent à concurrence de 100 % la valeur boursière des actions ou si le taux de capitalisation des *bénéfices* pourrait encore atteindre 10 % en dépit d'une réduction des bénéfices de l'ordre de 50 %.

(5) Préférez la position vendeur ou encore attendez *patiemment* la deuxième année de reprise (en plaçant vos fonds en obligations à long terme de tout repos (1).

(1) Indexées, dans les pays à monnaie faible.

COMPOSITION DE PORTEFEUILLES ÉQUILIBRÉS 41

Nécessité d'un plan.

Les placeurs qui équilibrent rationnellement leurs mises — qui ont un objectif précis — et qui suivent un *plan* méthodique sont ceux qui gagnent le plus d'argent. Telle est du moins ma propre expérience.

L'examen de la plupart des portefeuilles démontre cependant que peu de placeurs équilibrent rationnellement leurs placements.

Les répartitions communément adoptées (par pays, par branches d'industries, par types de valeurs) sont le plus souvent peu judicieuses. En règle générale, les placeurs sont incapables d'expliquer en quoi elles consistent et pourquoi ils ont conservé un bon tiers des valeurs de leur portefeuille.

Comme, à défaut d'un portefeuille harmonieusement équilibré, le succès est improbable, aucun placeur ne doit commettre l'erreur de détenir en proportion excessive une valeur ou un groupe de valeurs quelconques.

On doit s'efforcer d'avoir raison sur *l'ensemble* de ses achats : on doit donc sélectionner cinq à six des compartiments offrant les meilleures perspectives et répartir ses mises en conséquence.

Alors la loi des réussites moyennes interviendra en faveur du placeur qui ne sera plus le jouet du pur hasard.

Si les mouvements de bourse bouleversent l'équilibre d'un portefeuille, il convient de procéder à une nouvelle répartition. Cette nécessité s'impose périodiquement.

Quand l'heure est venue de réorganiser votre portefeuille, vendez au cours des poussées de hausse *intercalaires*, puis regarnissez votre portefeuille au cours des réactions ultérieures.

N'ayez pas peur de sortir du marché. Un placeur métho-

dique doit s'attendre à manquer de nombreuses possibilités de gain.

La répartition géographique peut être recommandable à certaines époques, en tant qu'assurance contre les troubles politiques et les bouleversements des changes (1).

(1) L'un des procédés les plus pratiques de division des risques pour le placeur moyen consiste à acheter des actions de *Sociétés d'investissement* bien dirigées.

Règles d'achat.

N'achetez pas précipitamment. Vous vous en repentiriez presque toujours le lendemain.

N'achetez pas sous l'empire de l'excitation. Vous avez probablement contracté la fièvre des foules.

N'opérez pas si vous n'êtes pas sûr de l'orientation de la tendance. Si vous êtes indécis, ayez le courage de ne prendre aucune position.

N'achetez pas pour l'unique raison que vous avez des fonds disponibles. Achetez seulement quand vous croyez avoir découvert des valeurs attrayantes.

Dans le doute au sujet de l'opportunité d'acheter, attendez.

N'agissez jamais à moins que vous n'estimiez qu'il existe des motifs *économiques* décisifs pour prendre position.

Ne vous laissez pas guider par le sentiment — mais seulement par la raison.

Étudiez la société qui vous intéresse *avant* d'acheter. Si vous n'avez pas le temps de procéder à cette étude, abstenez-vous.

Ne regrettez jamais de ne pas avoir acheté. Rappelez-vous que l'on se souvient seulement des bonnes occasions perdues, mais que l'on oublie toujours les « coups durs » évités par une prudente abstention.

Raisonnez à longue échéance, et non à échéance de quinzaine.

N'achetez pas de titres sans demander d'abord à votre intermédiaire si son opinion n'est pas *défavorable*. Mais n'oubliez pas qu'il existe des « valeurs maison ».

Ne mélangez pas vos placements à long terme et vos placements à court terme. Séparez-les dans votre inventaire de portefeuille.

Ne manquez pas de faire une distinction entre les titres selon qu'ils se prêtent ou non aux opérations à long terme ou à court terme.

Ne prenez jamais position sur un compartiment sans avoir étudié sa position technique interne.

N'effectuez pas de grosses opérations sur des titres mal classés.

Fiez-vous rarement aux indications d'un ami ayant eu de « bons tuyaux ». Vous risqueriez fort d'acheter au plus haut du boom dont il a pu profiter. Suivez de préférence les conseils des observateurs sérieux de l'évolution des affaires.

N'achetez jamais en désespoir de cause. Si vous avez manqué une bonne occasion, faites-vous une raison. Ne courez pas derrière les valeurs.

Méfiez-vous des taux de capitalisation anormalement élevés, notamment si les obligations des sociétés émettrices sont déprimées. Cette circonstance peut tenir à des risques connus des seuls administrateurs.

Cependant méfiez-vous également des faibles taux de capitalisation calculés sur les *dividendes,* à moins que les perspectives d'avenir ne soient exceptionnellement favorables ou que les taux de capitalisation calculés sur les *bénéfices* soient déjà raisonnablement élevés.

Règles de vente.

Ne raflez pas les petits bénéfices tout en vous cramponnant à vos pertes. Coupez vos pertes et laissez courir vos bénéfices (jusqu'à ce que le graphique vous annonce qu'il est temps de réaliser).

Ne laissez jamais un bénéfice de plus de 15 % se transformer en perte.

Vendez, quitte à éprouver des regrets! Attendez-vous à avoir tort au moins trois fois sur dix. Attendez-vous également à manquer régulièrement les meilleurs cours.

Si vous n'êtes pas sûr qu'il soit opportun de vendre, vendez 50 %.

Opérations à la baisse (pour les SPÉCULATEURS).

Ne vendez jamais à découvert sans passer un ordre *stop.* On peut perdre davantage d'argent à la baisse qu'à la hausse.

Si vous êtes à la baisse, que votre découvert ne dépasse jamais le montant de vos ressources liquides.

Ne conservez jamais une position à la baisse sans avoir obtenu de votre intermédiaire des facilités de report.

Ne prenez jamais le contre-pied de la tendance dominante. Ne soyez jamais haussier sur un marché orienté

à la baisse, ni baissier sur un marché orienté à la hausse.

Ne prenez pas simultanément position à la baisse et à la hausse sur des valeurs à revenu variable.

Règles graphiques.

N'achetez pas sans avoir examiné au préalable la courbe des bénéfices de la société pour les cinq derniers exercices.

N'achetez aucune valeur sans avoir examiné (a) le graphique de ses cours depuis cinq ans (moyenne mensuelles) ; (b) le graphique de ses cours depuis quinze semaines (cours quotidiens ou moyennes hebdomadaires).

Ayez confiance dans vos graphiques. Ils vous empêcheront de vous « embarquer » prématurément et d'immobiliser inutilement votre capital.

Si un graphique n'indique pas encore une modification de la tendance... attendez.

N'achetez pas lorsqu'un graphique indique qu'il y a danger à le faire.

Si vous ne vendez pas lorsque le graphique vous conseille de vendre, passez à tout le moins des ordres *stop* serrés.

Ligne de conduite générale.

Efforcez-vous de ne pas opérer plus de 12 fois par an. Tous les intermédiaires sérieux vous diront que les placeurs qui multiplient les opérations d'aller et retour finissent toujours, à la longue, par perdre. (Cependant les opérateurs les plus actifs à un moment donné sont ceux qui gagnent *temporairement* le plus d'argent.)

Ne craignez pas de vous tenir à l'écart de la Bourse. Le placeur raisonnable doit s'attendre à manquer, de propos délibéré, de nombreuses occasions de hausse.

Fiez-vous à votre pessimisme ; méfiez-vous de votre optimisme. (Mais attendez-vous à être quelque peu nerveux chaque fois que vous achèterez.)

N'omettez pas de « rééquilibrer » fréquemment votre portefeuille. Ne laissez jamais se déformer votre plan de répartition.

Ne manquez pas de tenir à jour *par écrit* une liste des risques menaçant la Bourse en général qui, d'après vos prévisions, se concrétiseront d'ici trois mois.

Si un titre vous déçoit, punissez-le en le vendant.

Ne vous faites jamais une moyenne sur une valeur de

troisième ordre. Ne risquez jamais votre bon argent pour rattraper une opération compromise.

Ne vous chargez pas trop, notamment aux environs du maximum (ou du minimum) des mouvements à long terme. Tenez-vous-en à opérer sur une échelle réduite. Soyez modéré.

Remboursez en principe vos emprunts pendant les poussées de hausse intercalaires.

Empruntez seulement au cours des poussées de baisse intercalaires.

Ne risquez jamais de grosses sommes sur des jeux de bourse.

Si vous avez un découvert chez votre intermédiaire, réglez-le — ou vendez.

Si une banque vous demande le remboursement d'une ancienne ouverture de crédit, réalisez largement. C'est en effet probablement l'indice que les banques vont prochainement liquider en grand nombre leurs découverts, ce qui entraînera sans tarder un effondrement général de la cote.

Surveillez plus soigneusement vos valeurs de troisième ordre que vos valeurs de grande classe.

Essayez de maintenir toujours une masse de manœuvre liquide.

Pendant une période de dépression, n'opérez pas, sinon à la baisse, sur les valeurs à revenu variable (sauf, peut-être, sur les valeurs de mines d'or).

Si vous n'êtes pas capable d'observer *continuellement* des règles rationnelles, ne spéculez pas.

N'enfreignez jamais une règle sûre. (Si vous avez l'impression d'en enfreindre une, réduisez votre engagement.)

Le placeur prudent aime à réussir en respectant ses règles — et non en les enfreignant. (Il est vrai qu'il aura toujours « l'impression » qu'à certains égards la situation se présente différemment *cette fois-ci* : mais c'est là une « impression » dangereuse, contre laquelle il importe de réagir.)

Ne vous emportez pas contre votre intermédiaire. Pardonnez-lui toujours.

Ne soyez pas pusillanime. Ayez assez de courage et

d'amour-propre pour vous attendre avec certitude à ce que la foule se trompe.

Vendez quand le public est en pleine euphorie. Achetez quand vos nerfs sont ébranlés.

Craignez toujours de vous trouver en trop nombreuse « compagnie ».

43 RÉCAPITULATION DES RÈGLES DE PLACEMENT EN VALEURS A REVENU VARIABLE

Nous allons résumer maintenant les principaux points de la technique de placement que nous préconisons.

La placement spéculatif idéal.

Pour des opérations à moyen terme, le placement spéculatif idéal en vue de réaliser une plus-value en capital est probablement celui qui remplit les conditions suivantes :

I. CHOIX DU PAYS

Dans un pays où la reprise a commencé.

Où les taux d'intérêt à long terme sont en train de baisser.

Où la position bancaire est solide et où une expansion de crédit peut aisément être mise en œuvre ; et où le taux de l'escompte a plus de chances d'être abaissé que d'être relevé.

Où le niveau intérieur des prix est apparemment inférieur à celui des pays étrangers, si bien que la balance des paiements a des chances d'être favorable et que, par suite, il y a davantage de raisons de croire à des entrées plutôt qu'à des sorties d'or et à l'amélioration plutôt qu'à la détérioration de la situation bancaire générale.

II. CHOIX D'UNE BRANCHE INDUSTRIELLE

Dans une branche récemment déprimée, mais à tendance « géométrique », déjà en voie de reprise ; ou dans les branches offrant de bonnes perspectives, dont les produits continuent à se vendre à des prix nettement inférieurs aux prix de revient marginaux (si bien qu'une nouvelle baisse est improbable).

III. VALEURS A CHOISIR

Les titres devraient avoir un large marché et le taux de capitalisation des *bénéfices*, sur la base des cours actuels, devrait être élevé. La société devrait être honnêtement gérée.

IV. CONDITIONS EXTERNES DÉSIRABLES

La conjoncture boursière devrait avoir été récemment déprimée, mais de nouveau orientée en reprise.

V. CONDITIONS DÉSIRABLES AU POINT DE VUE POSITION GRAPHIQUE

La courbe des *cours* de la valeur elle-même, celle de l'indice conjoncturel des valeurs à revenu variable et celle du produit (dans le cas d'une société productrice de matières premières, par exemple d'étain) devraient se rapprocher, sur les graphiques, des parallèles inférieures ; de plus, toutes ces courbes devraient être modérément orientées à la hausse.

Le cours du titre devrait être tombé au-dessous de son maximum le plus récent. Aucune poussée de hausse violente ne devrait avoir pris place récemment.

Si les conditions précédentes sont remplies, la plupart des risques adverses de placement auront été éliminés ou atténués et un faisceau favorable de probabilités internes et externes, à long terme et à court terme, aura été groupé.

Principales règles d'achat et de vente.

CE QU'IL FAUT ACHETER

Achetez seulement dans les sociétés et dans les industries dont les bénéfices tendent à progresser (ou dont les pertes tendent à diminuer).

Préférez la deuxième année de reprise.

Préférez les industries à tendance « géométrique ».

Tenez-vous-en aux valeurs directrices du marché.

Préférez les actions des sociétés dont les éléments d'actif sont importants par rapport aux capitaux engagés (effet de « multiplication »).

Les taux de capitalisation des *dividendes* devraient être raisonnablement élevés ; les taux de capitalisation des *bénéfices* devraient être considérablement plus élevés.

La direction des sociétés sélectionnées doit être honnête et efficiente.

En ce qui concerne les industries n'ayant pas été dernièrement déprimées, on doit s'assurer qu'il ne se manifeste pas d'indices de surcapitalisation récente.

QUAND IL FAUT ACHETER

Achetez seulement durant les dépressions conjoncturelles, mais attendez que la courbe des valeurs à revenu variable ainsi que la courbe de la valeur elle-même (si celle-ci a également baissé) aient repris une allure horizontale et se soient redressées.

Mais hésitez à acheter des valeurs au point culminant d'une hausse ayant largement dépassé 10 %.

Préférez les valeurs qui se tiennent à 15 % au-dessous de leurs derniers cours maxima.

Achetez rarement des valeurs tant que leurs cours ne se rapprochent pas des parallèles inférieures des graphiques.

QUAND IL FAUT VENDRE

Vendez toujours *immédiatement* dès que des indices de dépérissement se manifestent dans une branche industrielle ou dans une société.

Vendez sur une perte de 20 %.

Demandez-vous s'il ne serait pas opportun de vendre toutes les fois que des titres paraissent surévalués et (ou) quand leurs cours se rapprochent des parallèles supérieures. Si, toutefois, les conditions générales du marché sont toujours favorables, il peut être judicieux de laisser se développer les bénéfices jusqu'au moment où le marché commence à fléchir. (Utilisez des ordres *stop* « à glissière ».)

Si vous êtes un opérateur à court terme, vendez toutes vos « valeurs d'avenir » si la conjoncture boursière devient dangereuse, quand l'allure de la courbe vous en avertit ou quand le marché devient ultra-nerveux — en particulier, lorsque les courbes de ces valeurs se rapprochent elles-mêmes des parallèles supérieures.

Si les présomptions sur lesquelles sont basés vos achats spéculatifs à long terme ou à court terme ne se réalisent

pas, vendez immédiatement vos titres. Si vos valeurs ne veulent pas se plier à vos désirs, n'insistez pas. Ne vous cramponnez jamais à des titres par obstination ou par laisser-aller.

Dès qu'un profit de 15 % ou davantage est réalisé sur le papier, les opérateurs à court terme devraient faire fonctionner un système d'ordres *stop* « à glissière » afin de mettre en lieu sûr les deux tiers de ce bénéfice.

Au sujet des dogmes de placement.

Le lecteur aura certainement remarqué que, tout au long de cet ouvrage, nous n'avons pas hésité à poser des règles dogmatiques en ce qui concerne :

Les pertes à consolider ;

Les bénéfices sur le papier à mettre en lieu sûr ;

Quand il faut vendre ;

Quand il ne faut pas acheter ;

Comment déchiffrer les graphiques ;

Et ainsi de suite.

Quiconque a l'expérience professionnelle des opérations de bourse sait combien il est téméraire de formuler des dogmes arbitraires de cette nature. Mais une personne dépourvue d'une telle expérience aurait éprouvé beaucoup de difficulté à interpréter les indications que l'on rencontre couramment dans les ouvrages sur les questions de placement, telles que :

Il est dangereux d'acheter après une baisse « violente ».

On doit couper ses pertes avant qu'elles ne deviennent « trop » fortes.

Si des bénéfices apparaissent sur le papier, l'on ne doit pas être « trop gourmand ».

Aussi avons-nous préféré être dogmatique (et, nous osons l'espérer, clair), au risque de prêter le flanc à la critique, plutôt que de rester dans le vague, par prudence.

Nous espérons que le lecteur aura compris notre attitude et qu'il considérera nos règles et nos chiffres, quelque peu tranchants, non pas comme des dogmes indiscutables, mais comme « l'état d'esprit » *normal* que devrait cultiver le placeur réfléchi.

APPENDICE A

PRÉVISION DES RENVERSEMENTS DE TENDANCE AFFECTANT LES PROFITS DES DIFFÉRENTES BRANCHES INDUSTRIELLES

Introduction.

Comme, en matière de placements, le succès dépend largement de l'exactitude des prévisions se rapportant aux renversements de tendance des différentes branches industrielles, cette question mérite d'être examinée de très près. Au cours du chapitre VIII, nous avons dit quelques mots du processus par lequel la prospérité d'une branche engendre la dépression, en raison de l'afflux de capitaux frais qu'elle provoque. Au cours du chapitre XXII, nous avons vu qu'une reprise ou une réaction de la courbe des profits d'une industrie donnée constitue fréquemment l'indice d'une nouvelle tendance majeure, si bien que l'on peut « ordinairement » acheter avec sécurité durant la deuxième année de reprise. Cependant quelques indications complémentaires paraissent s'imposer.

Bien qu'un spécialiste puisse souvent prédire « ce qui » doit arriver dans telle branche industrielle et « dans quel ordre » se dérouleront les événements futurs (1), il est rarement en mesure de prédire « quand » les changements prévus se réaliseront ou « dans quelle mesure » leur influence sera ressentie. La prévision des dates et des amplitudes des fluctuations économiques ne saurait faire l'objet d'une science exacte et sûre. Néanmoins, les placeurs sont obligés de faire des prévisions, afin de dégager le « solde net » des chances favorables et défavorables. Aussi devons-nous dire quelque chose des méthodes de prévision *économique* (par opposition à la prévision *graphique*) à mettre en œuvre — notamment quand il s'agit de déterminer si telle ou telle branche industrielle se trouve placée dans une position vulnérable.

(1) On rappellera à cette place les prévisions remarquablement confirmées de M. Angas en personne sur l'avenir de l'industrie du caoutchouc, l'avenir de l'industrie des mines d'or, etc. (*N. d. T.*).

Principaux points à considérer.

En matière de prévisions se rapportant à une branche industrielle donnée, cinq points principaux doivent être pris en considération :

Prix de vente obtenus ;

Production et concurrence futures, sur la base de différents niveaux des prix de vente;

Consommation probable, en relation avec l'élévation des prix de vente à différents niveaux;

Équilibre des échanges avec les consommateurs;

Prix de revient.

C'est en se référant à ces facteurs, et non autrement, que l'on pourra prévoir les modifications de tendance.

Equilibre des échanges commerciaux.

En ce qui concerne les mouvements des prix, une hausse du prix de vente d'un produit se traduit généralement par une augmentation plus que proportionnelle des bénéfices (à moins que les prix de revient ne s'élèvent parallèlement). En effet, comme nous l'avons expliqué au chapitre XXIII, si le prix de revient ressort, par exemple, à 100 et si les prix courants de vente atteignent 110, une hausse des prix de vente à raison de 10 % *peut* se traduire par le doublement des bénéfices.

Et *vice versa* en cas de baisse des prix de vente.

La première donnée qu'il importe de considérer, en relation avec les mouvements des prix, c'est l'équilibre des échanges entre producteurs et consommateurs.

Si les stocks sont considérables et si la capacité de production de l'outillage est seulement partiellement utilisée, la balance des forces d'échange penche du côté des consommateurs. Ils peuvent alors mettre les producteurs en concurrence les uns avec les autres et les amener, en exploitant leur désir d'arracher des commandes, à rogner leurs prix de vente, par fractions successives, jusqu'à la limite des prix de revient de fabrication — et cela même si, d'un point de vue d'ensemble, les prix de revient intégraux (qui doivent comprendre théoriquement des imputations pour l'amortissement industriel et l'amortissement financier) sont beaucoup plus élevés que les prix de vente courants.

En sens inverse, si les stocks se dégarnissent et si les usines reçoivent plus de commandes qu'elles ne peuvent en exécuter sans délais, la balance des forces d'échange

se renverse en faveur des producteurs et la concurrence des consommateurs préoccupés d'accaparer les stocks immédiatement disponibles permet aux producteurs de relever leurs prix de vente.

Les intermédiaires, notons-le en passant, essaient, lorsque les prix commencent à monter et lorsque les produits se raréfient, de renforcer leurs propres stocks, afin de s'assurer la certitude de pouvoir livrer sans délai les commandes qui leur sont passées ou de réaliser un bénéfice supplémentaire si les prix continuent à monter. Ainsi une hausse des prix, quand elle a été amorcée, provoque fréquemment des commandes supplémentaires et assure aux producteurs le double avantage de recevoir davantage de commandes à des prix plus élevés. En pareille occurrence, les bénéfices peuvent devenir énormes et ils peuvent même s'augmenter éventuellement des économies qu'une entreprise réalise fréquemment quand elle utilise au maximum sa capacité de production.

D'autre part, si la balance des échanges penche à nouveau du côté des consommateurs et si les prix de vente se mettent à baisser, les consommateurs cessent d'un seul coup d'acheter, dans l'espoir de s'approvisionner ultérieurement à meilleur compte. Les intermédiaires, à leur tour, laissent leurs stocks s'épuiser, dans la crainte que les prix ne continuent à fléchir. Ainsi se vérifie la *loi des marchés en baisse*, d'après laquelle des baisses de prix *en perspective* font obstacle aux demandes du marché (en tant qu'il ne s'agit pas d'achats de consommation inévitables) et tendent à provoquer une stagnation temporaire des affaires.

Il y a donc lieu, pour les placeurs, de surveiller de près, dans chaque groupe d'industries, toutes les fluctuations qui se produisent, soit du côté de la demande (du fait de la mode, de la saturation, de l'usure et ainsi de suite), soit du côté de l'offre (en raison de la concurrence étrangère, de la croissance d'industries rivales, de la mise en marche de nouveaux outillages), lorsque ces fluctuations sont de nature à modifier l'équilibre des échanges entre producteurs et consommateurs — ce qui se manifeste ordinairement par des variations de prix, ou encore par des variations dans l'utilisation de la capacité de production des usines.

Selon que l'initiative tactique des opérations passe d'un côté ou de l'autre, le placeur devra rester à l'écart ou, au contraire, prendre position.

Enfin, des groupements de producteurs ou de consommateurs parviennent fréquemment à faire passer d'un camp à l'autre le contrôle de la balance des échanges. Par exemple, une politique de restriction temporaire de la consommation peut effrayer les producteurs et les intermédiaires à un point tel qu'ils en arrivent à se faire une guerre de baisse des prix, dans le but de liquider leurs stocks et de mettre des commandes en carnet avant qu'une nouvelle vague de baisse ne déferle. Il peut en résulter un sérieux fléchissement des prix et, même si l'offre et la demande s'équilibrent exactement par la suite, les cours du marché peuvent rester déprimés pendant plusieurs années successives, uniquement parce qu'ils avaient été comprimés *initialement* à un niveau très faible.

La théorie du « prix initial ».

Cette question du « prix initial », existant au début d'une période pendant laquelle la demande et l'offre s'égalisent approximativement, est des plus importantes en matière de placements.

Pour que les prix restent stables pendant une période donnée, il est nécessaire que la demande soit approximativement égale à l'offre. Aussi le « prix initial », existant au début de cette période, présente-t-il un intérêt majeur, notamment dans les cas où la demande n'est pas élastique.

Voici le nœud de la question : dans la plupart des industries (nous parlons ici de *branches*, et non des *sociétés* concurrentes isolées), le volume global de la demande *n'est pas* comprimé d'une manière appréciable par l'existence de prix élevés. C'est en effet seulement dans les industries de luxe et dans celles qui sont exposées à la concurrence des produits de substitution (1) que le prix affecte fortement le total des demandes.

Par conséquent, au cours d'une période où la demande et l'offre ont des chances de rester approximativement égales, la prospérité dépend principalement du prix pratiqué au début de cette période, c'est-à-dire de l'équilibre *initial* des forces de marchandage entre le producteur et le consommateur.

Si l'initiative tactique a été perdue par le producteur

(1) Et aussi dans les industries essentiellement exportatrices (*N. d. T.*).

à l'origine, c'est-à-dire au début de la période pendant laquelle la demande inélastique et l'offre s'égalisent, les bénéfices de la branche peuvent rester déprimés pendant des années, en dépit du fait que les consommateurs *auraient accepté* et *auraient été en mesure* de payer des prix beaucoup plus élevés (sans cependant réduire aucunement le volume de leur consommation) — *si* les producteurs avaient réussi à leur enlever le contrôle de la balance des échanges. Le caoutchouc, l'étain et le pétrole constituent d'excellents exemples de demandes particulièrement dépourvues d'élasticité.

Le contrôle de l'équilibre des échanges constitue donc, à l'égard de toutes les industries, l'un des facteurs les plus importants à considérer quand on établit des prévisions. C'est l'un des phénomènes que les placeurs doivent surveiller inlassablement.

Méfiez-vous lorsque les prix de vente dépassent fortement les prix de revient.

Les placeurs doivent savoir déceler les symptômes qui indiquent qu'une industrie est placée dans une position dangereuse. Dans cet ordre d'idées, il convient de souligner qu'un danger considérable existe toujours à l'état latent lorsque les prix de vente dépassent fortement les prix de revient. Le marché de l'étain fournit un exemple typique de ce risque. Si les prix de revient moyens d'extraction atteignent environ £ 70, si les prix de revient marginaux, c'est-à-dire les prix de revient des producteurs travaillant dans les conditions les plus onéreuses, atteignent environ £ 100 et si l'étain se vend alors £ 200, la plus légère variation de l'équilibre des échanges, motivée, par exemple, par un excédent de la production sur la consommation de l'ordre de 5 % seulement, pourra faire passer l'initiative tactique entre les mains des consommateurs.

Des producteurs rivaux pourront alors être tentés de « couper » leurs prix de vente, £ par £, afin d'écouler tous les minerais qu'ils ont extraits. En pareil cas, le prix de vente peut tomber, dans un délai très court, de £ 200 à £ 100. Et néanmoins, nonobstant la baisse des cours du métal, il ne sera peut-être pas consommé une seule tonne supplémentaire d'étain. Il se peut même, au contraire, que les achats se réduisent *temporairement*, en vertu de *la loi des marchés en baisse.*

Simultanément, il se peut que la baisse des prix de

vente n'amène aucune réduction de la production, fût-ce à concurrence d'une seule tonne, parce que le prix de vente dépasse toujours notablement les prix de revient.

Dans certains cas, les producteurs peuvent même s'efforcer d'*accroître* leur extraction, afin de compenser, grâce à l'augmentation du volume de leurs ventes et peut-être aussi grâce à la réduction du prix de revient par tonne, les effets de la baisse des prix. Ainsi, en dépit de la loi économique *à long terme* qui veut que les prix de vente réduits inhibent la production et stimulent la consommation, des résultats exactement inverses peuvent être observés sur une période relativement courte. Les stocks peuvent grossir, la production peut se développer et la demande peut fléchir *en conséquence* de la baisse des prix de vente.

Les placeurs doivent donc se méfier tout particulièrement des branches industrielles dans lesquelles les prix de vente dépassent fortement les prix de revient. En premier lieu, ces branches attirent inévitablement un flot de capitaux frais ; en second lieu, lorsque les nouveaux outillages entrent en fonctionnement, et dès que la maîtrise de la balance des échanges est perdue par les producteurs, les prix de vente fléchissent, au minimum, jusqu'à la limite des prix de revient primaires des producteurs les moins bien placés. Ces circonstances peuvent se traduire par une baisse de 60 % ou davantage sur les cours de nombreux titres, car les valeurs tombent généralement beaucoup plus vite encore que les prix de vente des marchandises produites par les sociétés émettrices.

Tous ces remous, répétons-le, adviennent fréquemment dans un délai de neuf mois à un an.

Méfiez-vous donc de tout déplacement des forces qui régissent l'équilibre des échanges dans une branche dont les prix de vente dépassent fortement les prix de revient. Dégagez-vous sans retard dès que le moindre symptôme de détérioration interne se manifeste. A partir de ce moment, les titres ne sont plus « affaire » de haussiers, mais « affaire » de baissiers.

Industries approchant de leur point de saturation.

Une autre zone dangereuse pour n'importe quelle branche d'industrie est celle où le point de saturation semble près d'être atteint — notamment si le développe-

ment global de cette branche s'est poursuivi récemment sur un rythme rapide.

Dans l'industrie des camions et des cars automobiles, par exemple, on peut concevoir que la demande nationale totale puisse augmenter en un an à raison de 20 %, mais que cependant, après que cette demande d' « expansion » quelque peu exceptionnelle aura été satisfaite, la demande future doive avoir seulement pour objet des achats normaux de remplacement : si donc un châssis s'use en sept ans, cette demande atteindra annuellement, en chiffres ronds, 15 % du total des véhicules enregistrés.

La conséquence industrielle de la satisfaction rapide donnée à une demande d' « expansion » de ce genre pourra être la suivante : tandis que, pendant l'année de forte expansion, il avait été acheté 35 châssis environ pour chaque centaine de châssis enregistrée antérieurement (soit 15 châssis de remplacement, en chiffres ronds, et 20 châssis par suite des commandes supplémentaires) — au cours de l'année suivante, 15 châssis seulement (ou légèrement plus) seront nécessaires, étant donné que les seules demandes seront des demandes pour remplacements. D'où une réduction de la production tombant de 35 à 15 unités, soit 57 1/7 % en moins, ce qui provoquera un effondrement brutal des bénéfices et un effondrement encore beaucoup plus considérable des cours des actions.

Par conséquent, toutes les fois que les placeurs voient se rapprocher le point de saturation, ils doivent être particulièrement sur leurs gardes, surtout si l'expansion s'est poursuivie récemment sur un rythme rapide.

Leur prudence doit être particulièrement en éveil :

a) Si la poussée d'activité d'une branche industrielle a provoqué la mise en route de beaucoup d'outillages nouveaux ;

b) Si la durée d'utilisation du produit est longue — ce qui se traduit par une faible demande pour le remplacement.

Méfiez-vous des gonflements de la demande tenant simplement à une modification de la politique des stocks.

Les placeurs devraient également se préoccuper de reconnaître si une vague subite de demandes ne tient pas simplement au fait que les intermédiaires ou les consommateurs privés accroissent le volume de leurs approvisionnements.

Si, par exemple, les intermédiaires vendent normale-

ment 100 unités par an, en entretenant un stock de 40 unités, et s'ils décident de porter ce stock à 60 unités, il en résultera que la demande effective s'accroîtra de 20 % dans le cours d'une année ; mais s'ils ramènent, l'année suivante, leur stock à la normale, cela se traduira par une réduction des commandes, à raison de 17 %.

De même, si les particuliers portent, par exemple, leur trousseau de chemises de quatre à cinq unités en un an, alors qu'ils usent seulement une chemise par an, la demande « chemises » peut s'accroître de 100 % pendant cette année-là, puis retomber soudainement à la normale. Or, beaucoup de nouveaux outillages ont pu être commandés inconsidérément par les fabricants, d'où un suréquipement qui peut aboutir par la suite à un effondrement brutal. Les petites poussées d'activité de ce genre conduisent fréquemment à des dépressions disproportionnées à leur cause.

Méfiez-vous donc toujours des poussées d'activité subites qui « favorisent » telle ou telle industrie et procédez à une enquête soigneuse pour savoir si elle ne sont pas simplement motivées par des demandes émanant d'intermédiaires (ou de consommateurs privés) qui ont décidé de faire varier temporairement leurs approvisionnements.

Méfiez-vous des vagues d'achats à tempérament, dans les industries dont les produits restent longtemps en service.

Enfin, soyez particulièrement prudents lorsqu'il s'agit d'industries dont les produits se vendent, sur une grande échelle, à tempérament. Si ces produits restent longtemps en service, la demande fléchira certainement dès que le point de saturation aura été atteint, lorsque chacun aura acheté son phonographe, son cadre de literie, son matelas à ressort, son réfrigérateur, et ainsi de suite.

Il y a des chances toutes particulières pour que les vagues d'achats à tempérament intéressant une industrie donnée soient suivies par de longues périodes de dépression :

a) si le produit reste longtemps en service avant d'être remplacé et...

b) ... si chaque famille n'a besoin que d'*un seul* article, par exemple : un gramophone, un appareil de radio, etc. (ce qui, en fait, est le cas pour la plupart des produits vendus à tempérament),

si bien que même de fortes réductions de prix pratiquées

par la suite sont impuissantes à stimuler la demande suffisamment pour que la capacité de production des outillages existants soit pleinement utilisée.

En principe, tenez-vous toujours à l'écart des industries qui paraissent être dans une position dangereuse si l'on se place au point de vue, soit des demandes des consommateurs, soit de la capacité future de production, soit de l'équilibre des échanges, soit de la politique de modification des stocks.

Graphiques à tenir en ce qui concerne les industries considérées isolément.

En ce qui concerne les industries productrices de matières premières pour lesquelles on dispose de statistiques, les placeurs devraient, lorsque c'est possible, tenir à jour un graphique des courbes suivantes :

Production ;
Consommation ;
Stocks ;
Cours ;
Prix de revient à la production (moyenne probable de l'industrie). (*Cf.* planche XII.)

Les investisseurs devraient hésiter à acheter dans les périodes où les stocks invendus se gonflent — dans celles où la production continue à rester plus forte en valeur absolue que la consommation — dans celles enfin où les prix de vente fléchissent.

Les différents facteurs favorables dont il convient de surveiller l'apparition dans les industries déprimées sont :

1) La courbe des stocks devient horizontale ou commence à s'abaisser.

2) La courbe des prix de vente commence à se relever.

3) Les courbes de consommation et de production concordent davantage (ou, plus exactement, les différences angulaires ou les écarts de direction des courbes s'atténuent) (1).

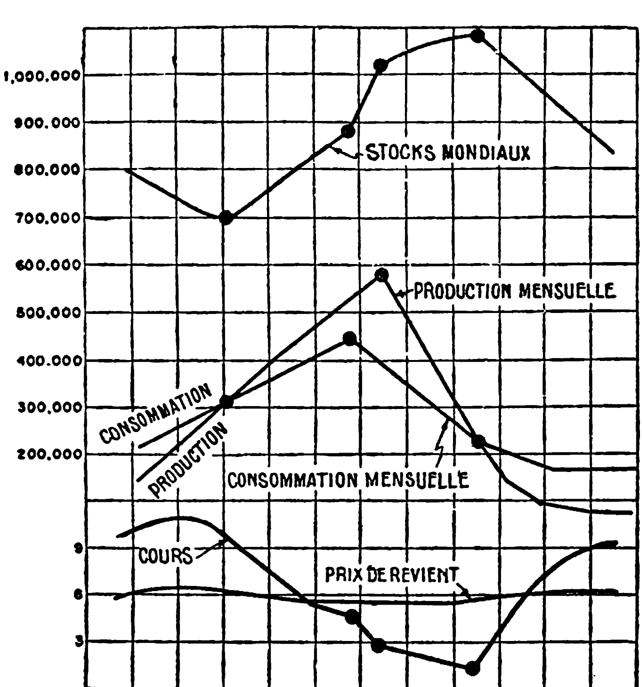
4) Baisse des prix de revient.

(1) Les prix de vente s'élèvent parfois en anticipant sur la réduction des stocks, quand, en d'autres termes, la courbe consommation monte plus rapidement que la courbe production, bien que la production continue à dépasser la consommation. (Cf. sur le graphique ci-dessous la convergence des courbes production et consommation pendant la 7e et la 8e année : cette convergence permet de supposer que les deux courbes finiront par se croiser et que, par suite, les stocks diminueront.)

Demande de remplacement « différée ».

Il convient de signaler à cette place un facteur qui joue un rôle important pendant les *premières* phases d'une reprise économique générale, nous voulons parler

PLANCHE XII



Les lignes verticales sont séparées par des intervalles d'un an.

de la demande de remplacement « différée ». Les conditions dans lesquelles travaillait l'industrie automobile américaine vers le début de la période décennale 1930-1940 offrent peut-être la meilleure illustration qui soit de ce phénomène.

La demande totale de voitures peut se décomposer en cinq catégories :

1) Demande d' « expansion ».

2) Demande de remplacement « normale » (conditionnée par la « vie » moyenne des voitures).

3) Demande de remplacement « différée » (tenant à une prolongation antérieure temporaire de la vie des voitures, pour raisons d'économie).

4) Demande de remplacement « différée » (tenant à une réduction de la vie moyenne des voitures).

5) Demande pour l'exportation.

Remplacement différé.

Si le nombre des voitures en service dans un pays donné reste constamment stationnaire à, par exemple, 21.000.000 et si leur vie moyenne reste constamment fixée à, par exemple, 7 ans, la demande de remplacement normal s'élèvera à 3.000.000 de voitures.

Mais si, durant une année (de contraction), le public cesse de mettre à la ferraille les voitures usées, si bien que leur vie moyenne passe d'un seul coup de 7 à 8 ans, la demande de remplacement sera (théoriquement) absolument nulle pendant cette année — la demande de remplacement accumulée ou « différée » devant atteindre 3.000.000 de voitures pour l'année *suivante*.

Les conséquences d'une telle prolongation de l'existence des voitures, si elle est seulement temporaire, peuvent être extraordinaires.

Si, par exemple, dans l'année qui succède à celle où la vie des voitures s'était allongée de 7 à 8 ans, cette durée d'existence est de nouveau ramenée à la « normale », c'est-à-dire à 7 ans, la demande pour cette année s'élèvera à 6.000.000 de voitures, à savoir : 3.000.000 de voitures destinées à la demande de remplacement *normale* sur la base d'une vie moyenne de 7 ans, *plus* 3.000.000 de voitures destinées à satisfaire à la demande de remplacement *différée* depuis l'année précédente.

Ainsi, la production des voitures, en tant qu'elle correspond à la demande totale de « remplacement », peut, théoriquement, sauter en un an de 0 à 6.000.000 ou, à tout le moins, augmenter de plusieurs centaines pour cent.

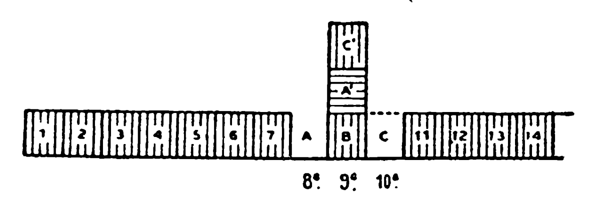
Notons encore en passant que si, au cours de la seconde année, la vie des voitures s'abaissait subitement de *deux* ans (au lieu d'un an), c'est-à-dire tombait de 8 ans à 6 ans, la demande de remplacement « normale » de la troisième année serait également rejetée sur la seconde année, si bien que la production théorique de cette année atteindrait 9.000.000 de voitures.

Le schéma ci-après a pour objet d'illustrer ce raisonnement théorique (toujours en admettant que le nombre total des voitures en service reste stationnaire) :

La tranche A représente les voitures qui, sur la base d'une durée de service moyenne de 7 ans, auraient dû « normalement » être produites au cours de la *8e année* pour remplacer les voitures produites au cours de la 1re année.

La tranche B représente la demande de remplacement « normale » pour l'année suivante (c'est-à-dire pour la

SCHÉMA SIMPLIFIÉ D'UNE
DEMANDE DE REMPLACEMENT DIFFÉRÉ



Une tranche = par exemple, 3 000 000 de voitures.

9e année) — en vue de remplacer, sur la base d'une durée de service moyenne de 7 ans, les voitures construites au cours de la 2e année.

La tranche C représente la demande de remplacement « normale » de la *10e année* — en vue de remplacer, sur la base d'une durée de service moyenne de 7 ans, les voitures construites au cours de la 3e année.

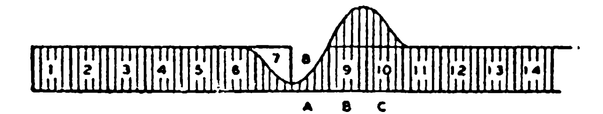
Mais si, au cours de la 8e année, la vie moyenne des voitures est subitement, *bien que seulement temporairement*, prolongée d'un an (les consommateurs se trouvant dans l'impossibilité de procéder à des remplacements normaux), une demande de remplacement « différée » (tranche A′) va s'ajouter pendant la 9e année à la demande de remplacement « normale » de cette année (en admettant un retour à la durée septennale de service normal) : la tranche A′ sera donc superposée à la tranche B, soit un total de 6.000.000 de voitures.

Allons plus loin : si, au cours de la 9e année, la vie moyenne des voitures est effectivement ramenée de 8 ans à 6 ans (et non pas seulement à 7 ans), la tranche C′ sera à son tour superposée aux tranches A′ et B, ce qui donnera

pour la 9e année une production théorique totale de 9.000.000 de voitures.

N. B. — En outre, si, au cours de la 10e année, la vie des voitures était une fois de plus prolongée de 6 à 7 ans, la demande cette année serait complètement inexistante et la production s'effondrerait de 9.000.000 à

SCHÉMA PRATIQUE D'UNE
DEMANDE DE REMPLACEMENT DIFFÉRÉ



Une tranche = par exemple, 3 000 000 de voitures.

zéro. (Dans de telles circonstances, la demande, sur la base de la durée d'existence septennale, pourrait néanmoins redevenir normale au cours de la 11e année et porter sur 3.000.000 de voitures destinées à remplacer celles qui avaient été construites pendant la 4e année.)

Nous venons d'exposer la théorie-clé au moyen de laquelle on peut prévoir l'avenir de l'industrie automobile, sur un marché virtuellement saturé.

En pratique, bien entendu, la vie des voitures n'augmente pas ni ne diminue « subitement » d'une année à la fois, comme nous l'avons suggéré ci-dessus dans notre démonstration par « tranches ». Il s'agit, dans la réalité, d'un phénomène plus graduel, qui se développe relativement lentement, peut-être de mois en mois. La figure ci-dessus donnerait une représentation plus exacte de son évolution réelle.

En examinant le schéma ci-dessus, on voit que la tranche A' ne « saute » pas *en bloc* sur le dessus de la tranche B, comme cela ressortait du schéma I. Plus vraisemblablement — en raison du fait que la durée de service des voitures commence à s'allonger *graduellement* au cours, disons, de la 7e année et continue à s'allonger pendant la 8e année (puis raccourcit finalement de nouveau) — une *fraction* de la tranche 7 et une *fraction* de la tranche 8 (ou A) disparaissent, en conformité avec le « creux » de la courbe dessinée par nous.

La surface blanche cernée par ce « creux » (c'est-à-dire la partie supérieure des tranches 7 et 8 (ou A) représente la demande de remplacement « différée » qui, *si* (mais seulement si) la durée de service des voitures revient pendant les 9e et 10e années à sa normale septennale, se superposera, en prenant la forme d'une « bosse » *de surface égale au creux,* aux tranches 9 (ou B) et 10 (ou C) : ce qui provoquera un boom.

En fait, nous avons dessiné le « creux » et la « bosse » comme si le développement complet et la résorption ultérieure de la demande de remplacement différée s'effectuaient en deux couples d'années.

En pratique, il est, bien entendu, possible que ces deux courbes s'étalent sur une plus longue période, en sorte que la reprise de la demande ne soit pas si violente, ni si étroitement resserrée dans le temps.

Le résultat net peut, néanmoins, se traduire par un accroissement de la demande à partir de 25 % de la normale (durant une récession) jusqu'à 175 % de la normale (durant le boom de remplacement différé), soit un écart en hausse de 600 %.

Cependant, lorsque la fraction *différée* de la demande de remplacement a reçu satisfaction et lorsque la demande de remplacement est revenue à la normale, c'est-à-dire correspond de nouveau seulement à la demande de remplacement « pur » ou « normal », la production peut être ramenée de 175 à 100 (à moins que les demandes d'expansion, d'exportation ou de remplacement anticipé n'entrent en ligne).

Différents points à considérer lorsque l'on procède à une analyse.

Enfin, quand on soumet une société à une analyse serrée, il y aurait lieu de porter son attention sur les facteurs suivants :

I. Tendance de la demande :

1. La demande est-elle géométrique ou présente-t-elle seulement un caractère normal ?

2. Le point de saturation a-t-il apparemment été atteint ?

3. Le produit reste-t-il longtemps en service avant d'être réformé ?

4. Quel est le volume probable de la demande de remplacement « normale » ?

5. Quel est le volume probable de la demande de remplacement « différée » ?

6. Quel est le volume probable de la demande d'expansion ?

7. La demande est-elle fortement influencée par les prix de vente ?

8. La consommation est-elle sous la dépendance de la mode ?

9. Une industrie rivale est-elle en voie de développement ?

10. La durée d'usage du produit augmente-t-elle ?

II. Tendance de l'offre :

1. Les outillages existants peuvent-ils développer immédiatement leur production ? ou travaillent-ils déjà à plein rendement ?

2. Existe-t-il beaucoup de nouveaux outillages en voie de construction ? Dans combien de temps seront-ils mis en activité ?

3. Existe-t-il un produit de substitution ?

4. Le produit peut-il être récupéré ?

5. Le danger d'un marché de seconde main existe-t-il ?

III. Influence actuelle et future de la *demande* étrangère, de l'*offre* étrangère et des tarifs douaniers.

IV. Existe-t-il des risques d'ordre fiscal ou politique ?

V. Dans quelle mesure l'industrie nationale est-elle monopolisée ou, au contraire, soumise à un régime de vigoureuse concurrence sur le marché intérieur ?

VI. Balance des échanges entre le producteur et le consommateur, à savoir : mesure dans laquelle l'outillage existant reste inemployé ; et tendance de la courbe des stocks invendus.

VII. Tendance des prix de revient.

Un classement utile des industries.

Les spécialistes en placements devraient, de temps à autre, procéder à un classement des industries sur les bases suivantes :

I. Industries extrêmement prospères, mais dont *la situation est toujours saine.*

II. Industries extrêmement prospères, mais qui vont *entrer* désormais *dans une zone dangereuse* (de nouveaux outillages vont être mis en service, le point de saturation

se rapproche, ou encore les intermédiaires spéculateurs modifient leur politique de stockage, etc.).

III. Industries *en régression* évidente et qu'il convient donc de laisser de côté pendant quelques années.

IV. Industries qui sont restées déprimées pendant quelques années, mais qui viennent apparemment de *toucher le fond de la dépression* et qui ont donc des chances de faire leurs preuves de « médiums » avantageux pour les placements à long terme.

V. Industries qui commencent nettement à se redresser et qui se qualifient donc sans doute tant pour les placements à long terme que pour les placements à court terme.

APPENDICE B

LE PROBLÈME DE LA CONFIANCE

On ne se rend généralement pas compte qu'il existe, au bas mot, quatre formes entièrement différentes de « confiance économique », à savoir :

(i) Confiance dans le gouvernement.

(ii) Confiance dans les banques, c'est-à-dire dans les « caisses » où le public *garde* (nominalement) son argent.

(iii) Confiance dans la monnaie en elle-même.

(iv) Confiance dans l'avenir des affaires.

Nous allons examiner séparément ces quatre formes de confiance.

(i) La confiance dans *l'État* est la résultante d'un complexe d'idées et de sentiments qui varient avec les opinions politiques de chaque citoyen. Néanmoins, au point de vue économique, la « question de confiance » dans la gestion de l'État est, pour une très large part, conditionnée par les facteurs : équilibre budgétaire, charges fiscales et interventions de l'Etat dans la vie économique et sociale de la nation.

(ii) La confiance dans les *banques* constitue, cela va de soi, un élément essentiel de l'activité économique : en effet, le public, s'il n'a pas foi dans la solvabilité des banques, retire ses dépôts en les échangeant contre de la monnaie légale, ce qui se traduit, en premier lieu, par une contraction et une déflation du crédit (par suite de la tension des pourcentages de liquidité bancaire) et même, éventuellement, par l'assaut des guichets bancaires (1).

(iii) En ce qui concerne la confiance dans la *monnaie* : il semblerait, à première vue, que, plus le gouvernement réussit à renforcer la confiance du public national et international dans la monnaie du pays — plus la confiance dans les affaires devrait s'améliorer et plus la situation économique devrait, en conséquence, être favorable. Mais les choses se passent souvent différemment en pratique.

Le renforcement de la confiance dans une monnaie

(1) De nos jours, « l'incrédulité bancaire » est devenue exceptionnelle dans les principaux pays occidentaux.

suppose en effet que le gouvernement parvienne à faire naître la conviction généralisée que cette monnaie court davantage de chances de s'apprécier que de risques de se déprécier. Mais une telle valorisation implique : (i) du point de vue de l'économie interne, la conviction que les prix ont davantage de chances de baisse que de chances de hausse, en d'autres termes qu'une déflation est en marche ; (ii) du point de vue international, la conviction que ladite monnaie montera par rapport aux devises étrangères.

Or, aucune de ces croyances ne saurait être réellement favorable à l'activité économique nationale. En fait, rien n'est pire, sous le régime capitaliste dont l'espoir du profit constitue le principal moteur, que l'attente d'un fléchissement des prix. De plus, la tendance des cours du change national à s'apprécier (sous le régime de l'étalon papier, par opposition avec le régime de l'étalon or) stimule les importations et freine les exportations, ce qui a pour effet de resserrer les marges bénéficiaires et d'ébranler la confiance dans les affaires.

L'idéal consiste, bien entendu, dans une confiance raisonnable dans la monnaie — mais non pas dans une confiance *croissante*. Il s'agit là, en pratique, d'une question de modération et de mesure — car il convient d'éviter soigneusement toute *méfiance* sérieuse envers la monnaie.

(iv) En ce qui concerne la confiance dans les *affaires* : la confiance dans les affaires existe lorsque les hommes d'affaires sont convaincus qu'ils seront à même de réaliser des bénéfices. Un tel sentiment d'euphorie est nourri, dans une certaine mesure, par la conviction que le niveau des prix ne fléchira pas, mais, au contraire, s'élèvera. En d'autres termes, la confiance dans les affaires peut, dans certains cas, être engendrée par une *légère* détérioration de la confiance dans la monnaie. Cette observation peut sembler hétérodoxe : elle n'en est pas moins exacte (1).

En ce qui concerne les connexions qui relient la confiance dans les affaires et la confiance monétaire, je suis loin de prétendre que *toutes* les perspectives de hausse des prix soient saines. Si, néanmoins, le niveau général des prix a été récemment comprimé au-dessous d'un

(1) C'est pour ne pas en avoir saisi la portée que certains auteurs ont reproché, après coup, à Raymond Poincaré d'avoir stabilisé prématurément le franc, en 1927/1928, à un cours trop bas (par rapport à la livre) (*N. d. T.*).

niveau antérieur relativement normal, la seule politique sensée et opportune de la part des pouvoirs publics consiste à entrer franchement dans la voie de la réflation — tout en reconnaissant aux publicistes le droit verbal de stigmatiser (*sic*) à bon droit une telle politique comme étant « destructrice de la confiance dans la monnaie ».

Si, en sens contraire, le niveau des prix de vente a *déjà* été regonflé et remis à l'alignement avec le niveau des prix de revient, compte tenu des marges de bénéfices, je ne suis pas très partisan d'une réflation poussée plus loin — c'est-à-dire qui aurait pour effet d'affaiblir *de plus en plus* la confiance dans la monnaie. En effet, une telle politique, si elle était mise en œuvre, aurait pour conséquence de créer une nouvelle rupture d'équilibre en sens opposé.

Il reste néanmoins acquis qu'en certaines conjonctures la politique du gouvernement *devrait* consister à regonfler les prix, c'est-à-dire à détruire, dans une certaine mesure, et non à renforcer, la confiance dans la monnaie. (Mais il va de soi qu'une telle politique ne doit pas être poursuivie *indéfiniment*, car, de même qu'un homme peut manger à sa faim, mais peut également se gaver, de même un gouvernement peut relever les prix à un niveau raisonnable ou à un niveau excessif — c'est-à-dire à un niveau d'inflation.)

La réflation devrait prendre fin lorsque le niveau des prix de vente est, de nouveau, aligné au niveau, relativement rigide, des prix de revient.

Les gouvernements doivent, néanmoins, reconnaître que, dans la mesure où leurs porte-parole affirment leur désir de ranimer l'activité économique en relevant les prix insuffisants (les prix agricoles, par exemple), ils ne font pas autre chose que d'affirmer leur préoccupation, en raison des circonstances, d'affaiblir dans une certaine mesure (de détruire, si l'on préfère!) la confiance dans la monnaie. Il est peut-être habile de soutenir le contraire — mais c'est demander au public de fermer les yeux devant l'évidence.

Le nœud de la question, c'est qu'il existe une certaine antinomie latente entre la « confiance dans les affaires » et la « confiance dans la monnaie ». La confiance dans les affaires est engendrée par une poussée (modérée) d'inflation ou de réflation. En sens contraire, la confiance dans la monnaie est fortifiée par les mesures de déflation — qui détruisent la confiance dans les affaires.

Notons, en passant, que, si la confiance dans les affaires augmente rapidement, jusqu'au point où l'accélération concomitante de la vitesse de rotation monétaire engendre une hausse malsaine des prix, les dirigeants monétaires devraient comprimer la quantité de monnaie existante, de manière à réagir contre l'inflation causée par la rapidité de la rotation monétaire.

Un contrôle quantitatif peut (et, à mon avis, doit) être utilisé pour agir sur la vitesse de rotation monétaire. L'offre de monnaie peut être manipulée en vue d'agir sur la demande de monnaie-conservation de valeur et, partant, sur la vitesse de rotation monétaire et sur la confiance.

Digression.

De peur qu'un lecteur ne soit tenté de me traiter de partisan de l'inflation, qu'il me soit permis d'affirmer que je ne suis ni inflationniste, ni déflationniste. Je souhaite seulement que le *volume* de la monnaie légale et (ou) de la monnaie de crédit bancaire soit manipulé en vue de stabiliser le *pouvoir d'achat* de la monnaie. En effet, de même que le conducteur d'une auto doit tourner son volant à droite quand la voiture appuie trop sur la gauche, et *vice versa*, de même les dirigeants responsables de la politique monétaire et de la politique de crédit d'une nation devraient ouvrir et fermer le robinet monétaire, afin de réagir contre la tendance à l'augmentation ou au fléchissement trop rapides du pouvoir d'achat monétaire, tendance inhérente à la monnaie quand elle est livrée à elle-même.

Certaines personnes prétendent, il est vrai, qu'il est dangereux de confier à des hommes politiques (ou à leurs fondés de pouvoirs) la direction de la monnaie nationale. Des chauffeurs ivres, déclarent-elles, sont des chauffeurs dangereux!

Il est cependant évident que rien ne saurait être plus dangereux qu'une auto qui roulerait continuellement sans chauffeur : qu'il nous suffise de rappeler l'évolution de la crise américaine, de 1929 à 1933. (Et, après tout, les chauffeurs peuvent fort bien être des gens sobres.)

Les possibilités alternatives de politique monétaire sont :

(i) Aucun contrôle (comme aux États-Unis en 1932).

(ii) Contrôle par des intérêts privés (qui peuvent rester dans la coulisse).

(iii) Contrôle politique.

Chaque nation doit choisir l'une ou l'autre de ces solutions — bien qu'il soit peut-être possible de trouver un compromis acceptable entre les formules (ii) et (iii).

APPENDICE C

L'INFLUENCE DE LA BOURSE SUR L'ÉCONOMIE NATIONALE

Nous avons montré dans le chapitre XI comment l' « opinion moyenne du public » régit les cours de bourse, par le canal de l'offre et de la demande.

Dans quelle mesure le pouvoir d'achat du public est-il influencé par les hausses et par les baisses des valeurs ?

Cependant, ce qui rend tant de gens perplexes, ce n'est pas tant le fait que les cours puissent évoluer sous l'influence de « l'opinion » (sans que d'ailleurs les valeurs « intrinsèques » se soient nécessairement modifiées), mais plutôt le fait que des richesses puissent apparemment être augmentées à la Bourse par suite de la hausse des valeurs, c'est-à-dire par suite de changements d'opinion.

On considère généralement les valeurs de bourse, évaluées au cours du marché, comme une richesse tangible, parce que l'on admet implicitement que ces valeurs sont réalisables. Un particulier considère, en fait, son portefeuille (évalué au cours du jour) comme constituant une partie de ses réserves personnelles de fortune et comme étant aisément convertible en pouvoir d'achat utilisable.

C'est pourquoi, si, un particulier ayant investi à la Bourse une certaine somme d'argent, une baisse affecte ultérieurement ses valeurs, ce particulier se demande où a bien pu passer tout son argent — et « qui », le cas échéant, a effectivement gagné cet argent que lui-même avait incontestablement investi et qui semble désormais perdu. D'autre part, si une hausse se produit, notre particulier se considère comme ayant « fait » de l'argent et comme étant, en définitive, devenu plus riche.

Le meilleur moyen de débrouiller ces différents problèmes consiste à partir d'une hypothèse simple.

Supposons une Bourse schématique où deux opérateurs seulement, A et B, sont placés en présence l'un de l'autre.

A dispose de £ 1 000, B possède 100 actions d'une société de soie artificielle (appelons-la *Acécose*).

B cède ses 100 titres à A moyennant £ 1 000. Le cours du jour s'établit donc à £ 10 par titre.

Quelques semaines plus tard, B se prend à penser qu'il a commis un impair et désire racheter ses actions. Cependant, A ne veut pas vendre à moins de £ 12 10 s. par titre. Mais B croit qu'elles valent largement ces £ 12 10 s. et qu'elles ne seraient sans doute pas trop payées à £ 15. Il rachète donc 80 titres à £ 12 10 s. contre la totalité des £ 1 000 qu'il détenait. Le cours atteint donc désormais £ 12 10 s.

Cependant, quelque temps après, A se repent à son tour d'avoir revendu à B ses 80 titres, au cours de £ 12 10 s. En effet, A se met à penser, lui aussi, que les bénéfices futurs d'*Acécose* vont augmenter fortement et que l'action finira par valoir, disons, £ 25. A rachète donc, par exemple à £ 20 l'unité (ce qui lui coûte £ 1 000), 50 des titres qu'il avait récemment vendus et renforce ainsi son paquet de 20 à 70 titres.

Ainsi A, au lieu de détenir, comme à l'origine, 100 actions d'*Acécose*, n'en possède plus que 70 ; mais comme elles sont évaluées désormais à £ 20 l'unité, le paquet de titres vaut maintenant £ 1 400, « sur le papier », et non plus seulement £ 1 000 comme primitivement : le bénéfice de A atteint donc £ 400.

D'autre part, B a récupéré les £ 1 000 en espèces qu'il avait reçues de A, à la suite de la première transaction ; mais il possède, en outre, 30 actions d'*Acécose*, valant chacune £ 20, ce qui représente, sur le papier, un bénéfice de £ 600.

A et B se « sentent » donc plus riches, à raison de £ 400 et £ 600, respectivement [1]. Tous deux, en fait, se sont

[1] On voit que le processus décrit ci-dessus pourrait se poursuivre indéfiniment en portant les cours de l'*Acécose* à £ 40 ou £ 80 par unité. Ainsi, avec £ 1.000 espèces seulement, une plus-value en capital de £ 2.000 ou davantage pourrait avoir été graduellement réalisée. Si ce processus s'était appliqué, non seulement à l'*Acécose*, mais encore, *tour à tour*, par la remise en jeu des *mêmes* £ 1.000, à quelques centaines d'autres valeurs, une plus-value en capital, s'élevant peut-être à plusieurs centaines de milliers de livres, aurait pu être provoquée avec le levier de £ 1.000 seulement d'argent frais. Ainsi donc, une petite somme d'argent, affluant et refluant selon un rythme adéquat (la vitesse de circulation de l'argent augmentant, sous l'effet de la confiance, plus rapidement que la vitesse d'échange des titres) peut, si les opinions au sujet de la valeur des titres se modifient, provoquer successivement des accroissements des valeurs en capital, sur le papier, atteignant un multiple du montant des espèces engagées. Un capital monétaire valant seulement 1.000 £ peut, en « atta-

enrichis *sur le papier* parce que les cours des titres ont monté (c'est, bien entendu, leur opinion qui a causé cette hausse, par le canal de l'offre et de la demande).

Quoi qu'il en soit, revenons à notre hypothèse primitive : la somme d'argent disponible tout au long des transactions décrites est toujours restée constante, soit £ 1. 000 seulement ; le nombre des actions *Acécose* en jeu est toujours resté identique ; et il est fort possible que les profits industriels revenant à chacun de ces titres (et, par conséquent, leur valeur « intrinsèque ») n'aient pas varié le moins du monde. Néanmoins, le cours des titres a été modifié, à plusieurs reprises, sous l'influence de changements d'opinion, par le canal de l'offre et de la demande ou, en d'autres termes, en vertu des volumes relatifs et des vitesses relatives des deux éléments : épargnes et actions *Acécose*. Les deux parties en présence ont gagné ou cru gagner « de l'argent », simultanément, en traitant l'une avec l'autre — simplement parce qu'il s'est trouvé que leur opinion moyenne s'est modifiée dans des conditions *sui generis*.

Il est impossible de consolider des bénéfices sur le papier plus rapidement que les épargnes nouvelles ne s'accumulent.

Si, cependant, A et B (pour conserver les symboles de notre argumentation précédente) décidaient soudain et simultanément d'encaisser leurs bénéfices respectifs « sur le papier », de £ 400 et £ 600 respectivement (ou, hypothèse encore plus défavorable, si les bénéfices s'étaient élevés à £ 800 et £ 1 200, respectivement et si les deux

quant » des valeurs les unes après les autres, créer, tout au moins en théorie, des valeurs en capital, sur le papier, atteignant des millions de livres. (Nous négligeons ici, bien entendu, le déchet causé par les courtages, remises, droits de timbre, etc.). D'autre part, cette progression peut s'arrêter net, à un chiffre beaucoup plus modeste. Tout dépend de ce que pense *en moyenne* le public, dont l'opinion collective réagit sur l'intensité avec laquelle l'argent circule.

Il est d'ailleurs indifférent que deux particuliers seulement soient impliqués dans ce circuit de transactions, ou que ce circuit s'élargisse jusqu'à englober deux millions de personnes, ou davantage. Si B achète des *Acécose* à C au lieu de les racheter à A, puis si D achète à B, et ainsi de suite, la même évolution des cours peut se produire sur le marché, pour les mêmes titres et avec la même somme d'argent. Toute valeur négociée en Bourse peut donc doubler de valeur si le courant d'argent frais et si l'opinion « moyenne » s'y prêtent. Il n'est aucunement nécessaire que les disponibilités d'argent frais s'accroissent, *ni* que les bénéfices des sociétés augmentent.

opérateurs voulaient tenter de les réaliser), leur « concurrence » à vendre — réciproquement, dans le cas visé — les actions *Acécose* et à « s'extraire » réciproquement de l'argent l'un de l'autre entraînerait un sérieux à-coup.

Des *Acécose* valant £ 2 000 (ou davantage) seraient en effet jetées sur le marché, alors que £ 1 000 seulement d'espèces seraient disponibles (espèces que B, notons-le, serait seul à détenir dans l'hypothèse envisagée).

Or, étant lui-même vendeur, B ne se porterait pas acheteur. Il s'établirait donc un marché « à sens unique », c'est-à-dire un marché où les vendeurs *virtuels* à un cours donné dépassent en grand nombre les acheteurs *virtuels* au même cours. Évidemment, les transactions seraient alors paralysées et rien au monde (sinon l'entrée en scène de nouveaux épargnants) ne pourrait faire trouver à nos deux opérateurs le moyen de consolider en espèces leurs bénéfices sur le papier. Il y aurait grève d'acheteurs et cette tentative d'encaisser les bénéfices sur le papier provoquerait, sans aucun doute, un effondrement rapide des cours qui ferait s'évanouir en fumée les plus-values enregistrées durant la hausse.

Ainsi, bien qu'une faible somme d'argent liquide puisse créer, sur le papier, d'énormes plus-values en capital (pourvu que l'opinion moyenne des placeurs soit suffisamment favorable), les essais tentés pour réaliser ces plus-values papier peuvent les faire disparaître en un clin d'œil.

Telle est, précisément, la nature des phénomènes qui se passent à la Bourse. Il suffit d'une très faible somme, provenant d'épargnes récentes (ou de crédits bancaires), pour absorber le flottant et les cours peuvent alors monter à n'importe quel niveau si le public est assez optimiste (ou crédule) pour estimer que ces cours sont justifiés par la valeur intrinsèque des titres. (Effectivement, une somme ne dépassant même pas £ 2 millions suffit, à notre avis, pour provoquer, sur la marché de Londres, une plus-value en capital, sur le papier, pouvant atteindre plusieurs centaines de millions de livres, simplement en raison du fait que cette « mise » initiale absorbe le flottant et qu'elle est appliquée, *tour à tour*, à un grand nombre de valeurs différentes (1).

(1) On pourrait penser que l'absorption du flottant et le relèvement des cours, conséquences de l'entrée en scène subite de, disons, £ 2 millions d'épargnes du public, pourraient être annulés dès que la hausse des prix aurait incité le public à se porter ven-

Cependant, si le public, dans son ensemble, essaie d'encaisser une fraction des bénéfices récemment créés « sur le papier » au-delà des £ 2 millions d'espèces mises initialement à la disposition du marché — alors, et à moins qu'un supplément d'argent frais d'un montant égal à cette fraction n'afflue simultanément à la Bourse, les ordres de vente excéderont les ordres d'achat, un effondrement des cours deviendra inévitable et des bénéfices sur le papier s'élevant à des centaines de millions de £ pourront être subitement balayés (1), pour la simple raison que le public, dans son ensemble, aura tenté d'accomplir l'impossible en retirant de la Bourse, à un moment donné, plus de fonds qu'il ne s'y en trouve ou qu'il n'y en est investi au même moment.

Si donc l'on considère le problème dans son ensemble, on voit que le public peut bien se féliciter de ses bénéfices « sur le papier », mais que, en tant que collectivité sinon en tant qu'individualités, il n'a pas le droit de tenter, fût-ce timidement, de matérialiser ces bénéfices ni d'en profiter. Il n'a pas le droit d'essayer de les encaisser ni de les dépenser. En effet, tout essai massif de conversion de fortunes sur le papier en fortunes espèces tend à causer la disparition des premières (2).

deur, en donnant ainsi aux professionnels l'occasion de recompléter leurs stocks de titres (à des cours désormais majorés). Mais on doit se rendre nettement compte que les fonds décaissés par les professionnels pour réassortir leurs portefeuilles sont de nouveau versés entre les mains du public placeur, qui peut alors les remettre en jeu une fois de plus, faisant ainsi monter les cours *d'autres* valeurs. Ainsi, la même faible somme d'argent peut, en circulant autour du marché dans des conditions adéquates, causer des plus-values en capital atteignant un grand nombre de fois le montant, en valeur absolue, de cette somme.

(1) C'est ce qui arrive régulièrement en cas de booms, par exemple sur les caoutchoucs, les valeurs industrielles, les valeurs stannifères, etc. Un ou deux millions de livres d'argent frais provoquent une plus-value en capital de, disons, 100 millions de livres et, tant que la hausse se poursuit, le public tient dur comme fer à ses titres. Quand, cependant, les titres commencent à paraître largement payés, quelques personnes essaient de prendre leur bénéfice, par exemple dans la proportion de 5 % seulement du total des plus-values en capital sur le papier (£ 100 millions), soit £ 5 millions. Or £ 2 millions espèces seulement sont disponibles : encore cette cagnotte peut-elle avoir été fortement rognée par des courtages, achats de droits de souscription à des émissions nouvelles, etc. Par conséquent, la tentative d'extraire de la Bourse £ 5 millions peut aboutir à une paralysie des transactions, à moins que, par un hasard favorable, de nouvelles épargnes nationales ou étrangères ne sautent dans la brèche.

(2) Un des plus beaux théorèmes économiques que nous connaissions et dont la légende et l'histoire fournissent de multiples

Le maximum que les opérateurs puissent jamais espérer retirer en espèces (en réalisant leurs valeurs) et consacrer à leurs dépenses correspond aux sommes d'argent frais que des nouveaux venus consentent à apporter à la Bourse. En effet, l'argent que ces opérateurs avaient eux-mêmes mis en jeu s'est plus que souvent volatilisé au moment où ils songent à se dégager.

Les fonds investis à la Bourse peuvent rarement en être retirés ?
Ils se sont généralement écoulés de la Bourse vers l'industrie.

Quand le public investit des fonds à la Bourse, ceux-ci n'y restent pas en permanence, sous forme de capitaux inactifs, liquides et susceptibles d'être retirés, en sorte qu'il suffirait de vendre des titres pour dégager immédiatement ces *mêmes* fonds. La majeure partie des fonds investis à la Bourse en achats de valeurs *anciennes* s'écoulent, en deuxième ou troisième main, vers l'industrie, sous forme de souscriptions à des émissions nouvelles : il est d'ailleurs indifférent, à cet égard, que les achats primitifs aient été effectués avec des épargnes, au sens propre du terme, ou avec des fonds empruntés aux banques à titre seulement temporaire.

En 1929, par exemple, les banques de New York ont consenti plus d'un milliard de dollars de prêts nouveaux, soit au jour le jour, soit révocables à court terme, contre des couvertures en valeurs de bourse — et beaucoup de commentateurs, y compris des banquiers, déploraient alors que « l'industrie ait été privée de ces capitaux ».

Cependant les fonds placés en Bourse ou prêtés à la Bourse ne peuvent être employés que sous les cinq formes suivantes :

1. Courtages et frais.
2. Retraits, après vente de titres, pour couvrir des dépenses personnelles.
3. Retraits, après vente de titres, pour rembourser des banques.
4. Retraits pour compte d'étrangers ayant vendu leurs titres.

exemples, depuis le roi Midas jusqu'au krach de 1929, en passant par le système de Law et par la vente des biens nationaux. Il est fort possible que les acheteurs français de valeurs de pétrole fassent quelque jour plus ou moins prochain une expérience analogue (*N. d. T.*).

5. Souscriptions à des émissions nouvelles, remises par de récents vendeurs de titres.

Or, il est hors de doute qu'une *faible* fraction seulement du milliard de dollars prêté en 1929 à la Bourse de New York (au-delà du montant des prêts consentis en 1928) a été utilisé sous les formes 1, 2, 3 et 4 ; au contraire, la majeure partie de ces avances s'est certainement écoulée finalement, d'opération en opération, dans l'industrie américaine, sous forme de souscriptions à des émissions nouvelles.

Il se peut, à vrai dire, qu'une petite partie de ces prêts soit restée inactive entre les mains des intermédiaires et des opérateurs, sous forme de soldes créditeurs inutilisés : mais la plus grosse partie est certainement passée, après des délais très courts, entre les mains des industriels et des négociants.

En d'autres termes : les fonds bancaires, prêtés primitivement à court terme aux intermédiaires de bourse (pour le compte des opérateurs), sont finalement reprêtés à long terme aux industriels ou absorbés définitivement par l'industrie, les transferts effectués par les placeurs pouvant d'ailleurs consister soit en achats (indirects) de biens instrumentaux (placements en actions ou obligations nouvelles), soit en achats d'objets de consommation ou de jouissance (affectation des disponibilités à des besoins personnels).

Ainsi, dès qu'ils ont accompli un ou deux va-et-vient boursiers, les prêts consentis à la Bourse par les banques sont en quasi-totalité mis à la disposition des entreprises. Il est donc évident que celles-ci *ne* sont *pas* privées de ces fonds.

Cependant, si les banques révoquent brusquement ces prêts, alors, et à moins que de nouvelles épargnes solides ne sautent simultanément dans la brèche pour un montant égal à celui des avances dénoncées, les ordres de vente excéderont les ordres d'achat et les cours des valeurs baisseront inéluctablement.

En fait, des tentatives de déflation trop rapide des prêts bancaires consentis aux opérateurs doivent provoquer mathématiquement des crises boursières.

De même, le public ne peut pas retirer, sous forme d'argent liquide, ses épargnes anciennes antérieurement placées *à la Bourse* plus rapidement que ne s'accumulent les nouvelles épargnes monétaires (ou que n'affluent les nouveaux prêts bancaires ou les nouvelles importations

de capitaux étrangers). En effet, les épargnes proprement dites se réinvestissent, normalement, très rapidement dans l'industrie et ce sont les sociétés industrielles, en tant que personnes morales distinctes des actionnaires, qui entrent en possession de ces fonds.

L'argent placé à la Bourse n'y stagne donc pas en permanence et n'y remplit pas une sorte d'énorme bassin inerte, de réservoir de pouvoir d'achat monétaire liquide, où l'on puisse puiser à volonté. Cet argent s'écoule rapidement dans les affaires industrielles, en sorte que, si le volume des tentatives de retrait excède la capacité du petit réservoir des fonds non encore engagés (plus les sommes provenant d'épargnes *nouvelles* et de nouveaux prêts bancaires qui s'y déversent), ces ordres entraînent automatiquement un effondrement des cours, conséquence logique de l'effort tenté pour accomplir l'impossible.

Conclusions.

Ainsi, comme on le voit, bien que les placeurs qui constituent le public considèrent comme pouvant aisément être rendus liquides tous les capitaux qu'ils possèdent sous forme de valeurs négociables en Bourse, leur conviction est, en réalité, fondée sur une illusion. Les efforts mêmes qui sont tentés pour convertir des titres en espèces plus rapidement que n'affluent les épargnes nouvelles provoquent la disparition de la « valeur sur le papier » de ces titres. Si donc les placeurs, dans leur ensemble, essayent d'effectuer en corps les dégagements qu'ils *croient* pouvoir effectuer chacun pour son propre compte, ils peuvent perdre, en corps, des millions (sur le papier), sans que d'ailleurs personne gagne, sur le papier, ce qu'ils auront perdu (1).

Réciproquement, si un petit courant supplémentaire de fonds se porte vers le Bourse, à un moment où les pla-

(1) Nous tenons, pour éviter toute équivoque, à préciser ici que nous rejetons, pour des raisons que le manque de place nous interdit de développer, les théories populaires, mais erronées, selon lesquelles :

1. Les baissiers gagneraient, sur le papier ou en espèces, *tout* ce que les haussiers perdent sur le papier.

2. Les personnes qui vendent à des cours élevés gagneraient tout ce que les acheteurs et porteurs perdent finalement sur le papier.

3. Si les titres baissent, la valeur d'échange et le pouvoir d'achat de la monnaie (et de tous les autres biens) augmenteraient dans la même proportion et, par suite, les possesseurs d'argent (ou d'autres biens) gagneraient tout ce que perdent les actionnaires.

ceurs sont, en général, inclinés à l'optimisme, ce faible excédent peut faire monter les valeurs dans une mesure telle que chacun se sentira beaucoup plus riche (sur le papier) sans que personne devienne plus pauvre.

Aux États-Unis, par exemple, les cours des actions ont dépassé en 1928, à raison de 50 % les maxima « enregistrés précédemment à une époque quelconque ». Des milliards de dollars furent ainsi gagnés « sur le papier », sans que quelqu'un s'en soit trouvé appauvri d'un centime, soit « sur le papier », soit en espèces (sinon, peut-être, tel baissier occasionnel qui a pu être appelé à régler des différences en espèces).

Vers la fin de 1929, cependant, un tiers de cette richesse sur le papier avait disparu et chacun se « sentait » beaucoup plus pauvre. Personne, au terme de cette période, n'avait l'impression d'avoir gagné ce que d'autres avaient perdu dans l'intervalle.

Ce phénomène est frappant dans le cas de toute valeur récemment émise dont les cours doublent subitement, par suite d'un petit nombre de transactions postérieures. Personne ne perd ce que les porteurs ont évidemment gagné sur le papier.

Réciproquement, si le même titre retombe finalement au pair, personne ne gagne sur le papier ce que les porteurs perdent, en apparence, sur le papier.

Les remarques qui précèdent se rapportent, il est vrai, principalement aux évaluations-papier. En termes d'espèces « sonnantes et trébuchantes », l'équation est quelque peu différente : si des baissiers gagnent de l'argent en vendant à découvert, il est exact de dire qu'ils ont gagné en espèces ce que les acheteurs à découvert ont perdu en espèces. Mais ils ne gagnent pas les sommes que les autres porteurs, dans leur ensemble, ont perdues sur le papier.

Il importe d'ailleurs de tenir également compte des frais acquittés en espèces. En Angleterre, les courtages, impôts, marges des *jobbers* prélèvent chaque année environ £ 15 millions sur des épargnes du public (soit, en chiffres ronds, 6 % de toutes les épargnes investies dans les émissions nouvelles) : par suite, les placeurs perdent chaque année, *inévitablement*, ce montant en *espèces* et doivent nécessairement, *ipso facto*, s'appauvrir à concurrence de cette somme, *à moins que* la valeur-papier de leurs titres ne s'accroisse, au total, du même montant.

Néanmoins, les hausses et les baisses des valeurs ne

rendent le public ni plus riche, ni plus pauvre, en valeur absolue, puisque ces valeurs-papier *ne* peuvent *pas* être dépensées et ne constituent donc pas une richesse ou un pouvoir d'achat véritables. Les mouvements de bourse ont seulement pour effet que le public « se croit » plus riche ou plus pauvre. Cependant revenons au problème des variations de cours.

L'argent est-il « absorbé » par la Bourse ?

Certaines personnes croient que l'irrigation de la Bourse par un courant monétaire puissant est une condition *sine qua non* de toute hausse considérable des valeurs. Cependant nous avons montré qu'il n'en va pas du tout forcément ainsi. C'est, en dernier ressort, l' « opinion moyenne » qui cause les déplacements de cours, en agissant sur la volonté d'achat des possesseurs d'argent et sur la volonté de vente des porteurs de titres. Si l'opinion moyenne se modifie, ces « dispositions » se modifient également, en même temps que les offres (d'argent ou de titres) des deux parties : en d'autres termes, la vitesse de rotation des titres sur la piste boursière varie par rapport à la vitesse de rotation de l'argent. Moins de titres sont vendus pour une même somme, ou inversement. Il n'est donc aucunement nécessaire, pour provoquer une hausse ou une baisse, que la quantité d'argent employée en Bourse ou que le nombre des titres traités aient augmenté.

Les achats peuvent-ils excéder les ventes ?

Il convient de dénoncer, sinon une erreur, du moins un abus de langage courant. On entend fréquemment dire, improprement, que « le volume des achats a dépassé celui des ventes ». Toutefois, pour qu'il y ait un acheteur, il faut qu'il se trouve également un vendeur : achats et ventes sont donc toujours rigoureusement égaux.

La « qualité » des achats peut, il est vrai, varier, lorsque des titres détenus par des mains fortes passent entre des mains faibles — et *vice versa*. Cependant le volume des achats ne s'écarte jamais de celui des ventes (sinon dans la mesure où des *jobbers* accroissent ou réduisent légèrement leurs portefeuilles d'intermédiaires). Les vendeurs éventuels *à un cours donné* peuvent, bien entendu, dépasser en nombre les acheteurs éventuels au même cours ; mais le montant des ventes *effectives* ne saurait jamais dépasser le montant des achats effectifs.

La Bourse détourne-t-elle les épargnes ?

On affirme également souvent, à tort, qu'une hausse générale des cours, si elle s'est produite et au moment où elle s'est produite, doit avoir absorbé une forte partie des épargnes du public ou du crédit bancaire. Mais rien ne prouve qu'il en soit ainsi.

Si A possède des économies et les consacre à acquérir des valeurs *anciennement* émises (par opposition à des valeurs provenant d'émissions en cours), le vendeur reçoit les fonds versés par l'acheteur. Le montant des capitaux non investis, provisoirement « garés », reste donc identique, déduction faite des frais de courtage.

En d'autres termes, le pouvoir d'achat n'est pas digéré par la Bourse, mais il traverse la Bourse, tout comme certains produits traversent le corps humain sans être assimilés par lui. Le pouvoir d'achat *ne s'incorpore pas* aux valeurs (sinon lorsqu'il s'agit de souscriptions à des émissions nouvelles), mais il s'écoule *à la surface* des valeurs. L'achat de titres *anciennement* émis n'absorbe pas d'épargnes fraîches, sinon à concurrence des frais de courtage et de timbre.

Les émissions nouvelles, au contraire, absorbent, bien entendu, une fraction du montant total de l'épargne en instance d'investissement : en pareil cas, les épargnes sont, en général, dérivées vers les entreprises qui produisent des biens de production.

De même, les ventes de titres (qu'elles se traduisent par des bénéfices ou par des pertes) absorbent également les épargnes du public, si leur produit sert à acheter des marchandises, etc. : en pareil cas, ces épargnes sont dérivées vers les industries qui fabriquent des articles de consommation.

Mais l'achat de valeurs *anciennement* émises n'absorbe pas d'épargnes et, par conséquent, ne fait pas varier, si l'on considère le marché dans son ensemble, le montant des capitaux monétaires non investis.

Caractère économique des prêts aux opérateurs de bourse.

Lorsque des banquiers déclarent que les prêts consentis par eux aux opérateurs de bourse amenuisent le volume des dépôts à court terme qu'ils auraient pu prêter eux-mêmes, sous forme de crédit à court terme, en vue de financer directement les opérations commerciales, ces banquiers *disent* la vérité.

Les banquiers sont donc fondés à dire que les prêts aux opérateurs de bourse absorbent leurs moyens de crédit. Mais ils ont tort de soutenir que de tels prêts détournent les capitaux des opérations commerciales et industrielles — car la quasi-totalité de l'argent ainsi prêté va féconder les industries, qu'elles produisent des biens de production ou qu'elles fabriquent des articles de consommation. Il s'agit donc là d'une simple dérivation des capitaux du marché à court terme, qui aboutissent finalement, après un détour, au même but.

Néanmoins, les prêts aux opérateurs de bourse, s'ils atteignent un montant considérable, comportent un risque sérieux pour l'économie nationale : en effet, même si ces prêts sont fortement gagés par des titres au moment où ils sont consentis, on ne doit pas perdre de vue que l'argent prêté — en admettant qu'il ne soit pas laissé inactif sur une « voie de garage » — s'écoule vers les branches productrices de biens de production ou d'articles de consommation. Il en résulte que, si une vague de pessimisme déferle, à un moment donné, sur le pays et si les banques révoquent les prêts à court terme (alors que ces prêts, selon toute vraisemblance, ont déjà été réinvestis à long terme dans les entreprises), une crise boursière devient inévitable, précisément en raison du fait que l'argent mis à la disposition de la Bourse ne s'y attarde jamais.

Au cours de la période 1926-1929, par exemple, les banques américaines avaient prêté à court terme sept milliards de dollars au Stock Exchange et la majeure partie de ces crédits avait été réinvestie dans l'industrie. Quand le boom craqua en 1929, des prêts aux *brokers*, s'élevant à quatre milliards et demi de dollars, furent, en l'espace de trois mois, révoqués ou remboursés volontairement, ce qui déclencha une panique violente, une déflation considérable du crédit bancaire et un désastre économique.

Considéré dans son ensemble, tout cet échafaudage de crédits ne tenait pas debout, bien que chacun des prêts bancaires, considéré isolément, fût probablement bien garanti à l'époque.

Influence des mouvements des cours de Bourse sur l'activité économique.

Nous allons, en conclusion, considérer l'influence exercée sur l'activité économique par les variations des cours

de Bourse. Étant donné que les valeurs-papier, prises dans leur ensemble, ne constituent pas un pouvoir d'achat susceptible d'être dépensé, les hausses et les baisses des cours des titres ne sauraient affecter *directement* les affaires. Cependant ces mouvements de cours font que le public se « sent » plus riche ou plus pauvre et, par suite, ils peuvent réagir sur la « disposition à dépenser », le « désir d'épargner » et la « vitesse avec laquelle l'argent reçu est redépensé ».

Les hausses des cours des valeurs accroissent également les facultés d'emprunt des individus — et, s'il existe quelque relâchement dans le système bancaire, les prêts bancaires (et les dépenses) peuvent se développer sous l'influence directe de la hausse boursière. Les affaires peuvent donc en bénéficier indirectement. Inversement, une baisse des cours des valeurs peut motiver la révocation d'avances sur titres consenties par les banques, avec cette conséquence que des épargnes du public, qui auraient pu être consacrées à souscrire à des émissions nouvelles et qui, par suite, auraient permis aux entreprises de réaliser des projets à long terme, devront être affectées au remboursement de ces avances bancaires, ce qui pourra entraîner une déflation de la monnaie de crédit nationale (1).

Mais si on laisse de côté cette considération et si l'on néglige également le fait que le public, quand les valeurs baissent, se sent appauvri et est porté à thésauriser ses revenus et à moins dépenser (et *vice versa*) — il est exact de dire que les affaires ne sont pas *directement* affectées par les mouvements généraux des cours des valeurs.

(1) Même si les banquiers prêtent de nouveau des fonds à eux remboursés, ils ne les prêteront probablement qu'à court terme alors que, très vraisemblablement, l'industrie aurait besoin de prêts à long terme plutôt que d'avances à terme rapproché.

APPENDICE D

MÉTHODE D'ANALYSE DES VALEURS

OBSERVATION. — *Il n'y a pas lieu pour quiconque vient d'achever de lire ce livre de prendre connaissance de cet appendice, qui ne fait que répéter à nouveau ce qui précède. L'appendice D a pour unique objet de rafraîchir rapidement la mémoire du lecteur, au moment où, placé devant tels ou tels problèmes pratiques, il aura besoin de se référer aux principes développés dans cet ouvrage.*

Le moment idéal pour acheter une valeur se place :

1. Quand la branche industrielle est en progression.
2. Quand la société est en voie de rétablissement (de préférence durant la deuxième année de reprise, en se basant sur le graphique des bénéfices et des cours).
3. Quand les titres sont *conjoncturellement* déprimés, bien que le marché leur accorde un renouveau d'attention : en d'autres termes, vers le début des reprises.
4. Quand le taux de capitalisation des *bénéfices* est élevé.

Les facteurs à long terme et à court terme devraient tous être simultanément favorables. Il devrait en être de même pour les facteurs internes et externes.

Lorsque l'on analyse des valeurs, il y a lieu de considérer cinq principaux groupes de facteurs :

GROUPE A

FACTEURS AFFECTANT UNE SOCIÉTÉ ISOLÉE

I. Tendance des bénéfices de la branche industrielle, considérée dans son ensemble.

II. Tendance des bénéfices, ainsi que situation de trésorerie et perspectives de la société particulière analysée.

III. Caractéristiques, cours et position technique des titres en cause.

Facteurs affectant les valeurs de bourse dans leur ensemble

IV. Facteurs conjoncturels à court terme.

V. Perspectives à long terme.

Quand on analyse ces cinq catégories de facteurs, il y a lieu de suivre les directives ci-après :

I

En analysant isolément la tendance d'une branche industrielle, considérez :

1. Les conditions de l'équilibre des échanges entre producteurs et consommateurs, notamment la mesure dans laquelle l'outillage existant reste inutilisé et le volume des stocks invendus.

2. La tendance de la demande, à savoir :

1. La demande est-elle de caractère géométrique, ou seulement de caractère normal ?
2. Quel est le volume probable de la demande correspondant à des besoins de remplacement ?
3. La durée d'utilisation du produit augmente-t-elle ?
4. Quel est le volume probable de la demande correspondant à une expansion des besoins ?
5. La demande est-elle fortement influencée par le prix de vente ?
6. La consommation dépend-elle de la mode ?
7. Une industrie rivale est-elle en voie de développement ?
8. Le point de saturation semble-t-il avoir été atteint ?
9. Le produit est-il longtemps maintenu en service ou devient-il rapidement désuet ?

3. La tendance de l'offre :

1. Les usines existantes peuvent-elles développer sans délai leur fabrication, ou la capacité de production est-elle d'ores et déjà utilisée au maximum ?
2. Est-on en train de construire beaucoup de nouveaux outillages ? Dans l'affirmative, quand ces outillages entreront-ils en service ?
3. Quelle est la tendance de l'offre étrangère ? Un *dumping* de la part des concurrents étrangers est-il probable ? Les droits de douane ont-ils des chances d'être abaissés ?

4. Tendance des prix de revient.

5. L'industrie est-elle placée sous le régime du mono-

pole (de droit ou de fait), ou est-elle soumise à un régime de vigoureuse concurrence interne ?

II

En analysant isolément la situation d'une société, considérez :

1. L'évolution antérieure des bénéfices.
2. Les succès obtenus, par comparaison avec ceux des sociétés concurrentes.
3. La mesure dans laquelle est utilisée la capacité de production.
4. La mesure dans laquelle la société a récemment augmenté, ou est en passe d'augmenter, ses outillages ou ses engagements.
5. Trésorerie, dettes et ainsi de suite.
6. Qualité de la gestion.
7. Réputation des administrateurs.
8. Mesure dans laquelle des prélèvements ont été effectués en vue de l'amortissement.
9. Mesure dans laquelle les bénéfices ont été distribués.
10. Indications données par le président, à l'occasion de la dernière assemblée générale des actionnaires.
11. Situation du carnet de commandes et des marchés à livrer.

III

En analysant la position boursière d'un titre, considérez :

1. L'ampleur du marché.
2. Le rendement actuel (taux de capitalisation du dernier dividende).
3. Le taux de capitalisation des bénéfices nets, par rapport aux cours actuels.
4. La société aurait-elle pu distribuer aisément un dividende plus élevé pour le dernier exercice ?
5. La contre-partie d'actif du capital-actions (celui-ci étant évalué sur la base des cours de bourse actuels — et non au pair d'émission).
6. Existence d'une position à la hausse ou à la baisse (à découvert).
7. Position du cours actuel sur le graphique du titre, par rapport aux parallèles apparentes, inférieure et supérieure.

8. Tendance à long terme apparente des cours du titre.

9. Tendance apparente des douze derniers mois.

10. Amplitude normale des oscillations conjoncturelles.

11. Les administrateurs ou des syndicats manipulent-ils habituellement les titres ?

12. La valeur est-elle affiliée à un compartiment qui est présentement excessivement à la mode et anormalement actif ?

13. Position actuelle de la courbe représentant l'indice (s'il en existe un) des cours du compartiment (par exemple, étain, thé, etc.) auquel est affiliée la valeur analysée. Cette courbe se rapproche-t-elle de sa parallèle supérieure ou de sa parallèle inférieure ?

14. Date de publication du compte rendu annuel et date de déclaration du dividende.

15. Quelle est la marge de hausse vraisemblable du titre ?

16. Qu'avait dit, un an auparavant, le président dans son allocution ?

IV

En analysant les conditions à court terme de la Bourse, dans son ensemble, c'est-à-dire la conjoncture, considérez :

1. Le sentiment du marché :

(i) Point de vue économique : — dangers qui se dessinent à l'horizon ; leurs échéances probables de réalisation ;
(ii) Point de vue politique : — *idem* (élections, menaces de grèves, menaces internationales, etc.).

2. Volume des moyens de paiment disponibles :

(i) Évolution de la position bancaire.
(ii) Directions des courants de capitaux internationaux.
(iii) Excédent ou déficit probable des épargnes nouvelles par rapport aux émissions nouvelles.
(iv) Mesure dans laquelle des porteurs de titres ayant besoin de disponibilités liquides réaliseront probablement des titres en portefeuille (facteurs saisonniers).

3. Courbe de l'indice des valeurs à revenu variable, dans leur ensemble :

(i) Position actuelle de la courbe conjoncturelle par rapport à ses parallèles supérieure et inférieure.
(ii) Durée et amplitude de la hausse ou de la baisse récente des valeurs à revenu variable, en général.

V

En analysant les perspectives à long terme qui affectent la Bourse, dans son ensemble, considérez :

1. La courbe des profits globaux du pays.
2. La tendance générale des conditions économiques à l'étranger.
3. Volume de la production nationale et de l'emploi de la main-d'œuvre.
4. Orientation générale des prix des marchandises.
5. Rendement des valeurs à revenu variable, par comparaison avec le rendement des valeurs à revenu fixe.
6. Niveau du taux de l'escompte officiel — par comparaison avec le rendement des valeurs à revenu fixe et avec le rendement des valeurs à revenu variable.
7. Y a-t-il des chances pour que le taux de l'escompte soit prochainement relevé, en raison des conditions existant à l'étranger ?

Le lecteur pourrait se reporter ici aux chapitres 26 et 43 où nous avons brièvement résumé nos principes généraux de placement.

RÈGLES SUGGÉRÉES POUR

I *Règles de sélection*	II *Règles d'opportunité*
Achetez seulement les valeurs directrices du marché.	N'achetez jamais de titres en baisse rapide ; attendez toujours que les cours se stabilisent.
Préférez les industries à croissance géométrique. Méfiez-vous toujours des industries en ébullition.	Achetez seulement à l'occasion des baisses mais seulement si des signes de reprise se manifestent.
Exiger que le taux de capitalisation des *bénéfices* atteigne au moins 8 %.	Il est dangereux d'acheter pendant une récession propre à une branche particulière, à moins qu'elle ne dure déjà depuis quatre ans.
Méfiez-vous des sociétés dont les bénéfices ont continuellement progressé depuis quatre ans. Préférez la seconde année de reprise.	Il est dangereux d'acheter au cours d'une récession conjoncturelle, à moins qu'elle ne dure déjà depuis dix semaines.
Évitez les sociétés qui ne se redressent qu'après leurs concurrentes.	
Vendez en cas de dépérissement interne ; ou si les dividendes viennent d'être réduits ; ou si les prix de vente viennent d'être comprimés.	Vendez les valeurs « d'avenir » lorsque la conjoncture vacille. Vendez la majeure partie de vos valeurs à revenu variable si les bénéfices nationaux fléchissent.

LES ACHATS ET POUR LES VENTES

III *Règles graphiques*	IV *Règles mathématiques*
Achetez seulement à proximité des parallèles inférieures.	Achetez seulement si le cours actuel est inférieur de 15 % au dernier maximum.
Achetez seulement sur les reprises.	Hésitez à acheter vers le point culminant d'une hausse dépassant de beaucoup 10 %.
Évitez toute valeur dont la moyenne des cours est orientée à la baisse ; n'essayez jamais de tomber juste sur les minima.	
Accompagnez la marée chaque fois qu'une « piste » *étroite* est traversée.	
Vendez dès que la courbe tombe au-dessous d'anciens minima en hausse (et *vice-versa*). Évitez les valeurs à revenu variable (excepté les actions de mines d'or) tant que la moyenne de l'indice national général de ces valeurs est orientée à la baisse.	Vendez sur une perte de 20 %. Vendez si les bénéfices d'une société fléchissent de 10 %. Mettez en lieu sûr les deux tiers des bénéfices sur le papier dépassant 20 %. Vendez la majeure partie de vos valeurs à revenu variable si le taux d'escompte officiel est porté *au-dessus* de 5 %.

TABLE DES MATIÈRES

APPENDICES

ANNEXE

PETITE BIBLIOTHÈQUE PAYOT

1. — Schweitzer : LES GRANDS PENSEURS DE L'INDE
2. — Wood : LA PRATIQUE DU YOGA
*3. — Aeppli : LES RÊVES
**4. — Angas : PLACEMENTS ET SPÉCULATION EN BOURSE
**5. — Hatzfeld : HISTOIRE DE LA GRÈCE ANCIENNE
**6. — Freud : INTRODUCTION A LA PSYCHANALYSE
7. — Bochenski : LA PHILOSOPHIE CONTEMPORAINE EN EUROPE
**8. — Grousset et Deniker : LA FACE DE L'ASIE
**9. — Lortz : HISTOIRE DE L'ÉGLISE
10. — Risler : LA CIVILISATION ARABE
11. — Alexander : LA MÉDECINE PSYCHOSOMATIQUE
12. — Russell : LA CONQUÊTE DU BONHEUR
13. — Watt : MAHOMET
14. — Werner : LA PHILOSOPHIE GRECQUE
15. — Adler : L'ENFANT DIFFICILE
*16. — Röpke : LA CRISE DE NOTRE TEMPS
*17. — Clark : LA PRÉHISTOIRE DE L'HUMANITÉ
18. — Rush : L'ORIGINE DE LA VIE
*19. — Epstein : LE JUDAISME
20. — Barrow : LES ROMAINS
21. — Cohen : LES ORIGINES DE LA PHYSIQUE MODERNE
22. — Sen : L'HINDOUISME
23. — Childe : L'EUROPE PRÉHISTORIQUE
24. — Le Floc'hmoan : LA GENÈSE DES SPORTS
**25. — Dorst : LES MIGRATIONS DES OISEAUX
26. — Romer : LA DÉCOUVERTE DE L'ATOME
27. — Nettl : MOZART
28. — Ferenczi : THALASSA. PSYCHANALYSE DES ORIGINES DE LA VIE SEXUELLE
*29. — Bouthoul : LE PHÉNOMÈNE-GUERRE
*30. — Smith : LA THÉORIE DE L'ÉVOLUTION
**31. — Hesnard : LA SEXOLOGIE
32. — Amis : L'UNIVERS DE LA SCIENCE-FICTION
33. — Chassin : LA CONQUÊTE DE LA CHINE PAR MAO TSÉ-TOUNG
*34. — Tyrrell : AU-DELA DU CONSCIENT
**35. — Dupuis : HISTOIRE DE L'INDE
**36. — Lawrence : LES SEPT PILIERS DE LA SAGESSE (Tome I)
**37. — Lawrence (Tome II)
38. — Liu Wu-Chi : LA PHILOSOPHIE DE CONFUCIUS
39. — Pietsch : LA RÉVOLUTION INDUSTRIELLE
**40. — Mahomet : LE CORAN (Tome I)
**41. — Mahomet : LE CORAN (Tome II)
42. — Wiora : LES QUATRE AGES DE LA MUSIQUE
*43. — Lénine : LA RÉVOLUTION BOLCHEVISTE

*44. — Freud : ESSAIS DE PSYCHANALYSE
*45. — Stanislavski : LA FORMATION DE L'ACTEUR
46. — Stauder : LES INSTRUMENTS DE MUSIQUE
*47. — Einstein-Infeld : L'ÉVOLUTION DES IDÉES EN PHYSIQUE
*48. — Bloch-Niederhoffer : LES BANDES D'ADOLESCENTS
**49. — Berendt : LE JAZZ
50. — Risler : L'ISLAM MODERNE
**51. — Welter : HISTOIRE DE RUSSIE
52. — Gamow : LA GRAVITATION
**53. — Jung : L'HOMME A LA DÉCOUVERTE DE SON AME
54. — Fink et Lutyens : LA PHYSIQUE DE LA TÉLÉVISION
***55. — Schumpeter : CAPITALISME, SOCIALISME ET DÉMOCRATIE
56. — Mueller : LA PSYCHOLOGIE CONTEMPORAINE
***57. — Cornevin : HISTOIRE DE L'AFRIQUE
*58. — Marthe Robert : LA RÉVOLUTION PSYCHANALYTIQUE (Tome I)
*59. — Marthe Robert (Tome II)
*60. — Bertaux : LA MUTATION HUMAINE
*61. — Bouthoul : LA SURPOPULATION
62. — Einstein : LA RELATIVITÉ
**63. — Montigny : HISTOIRE DE LA MUSIQUE
64. — Ovenden : LA VIE DANS L'UNIVERS
**65. — Palou : LA FRANC-MAÇONNERIE
66. — Lemaire : LA RELAXATION
***67. — Gautier : LE PASSÉ DE L'AFRIQUE DU NORD
68. — Opik : INITIATION A L'ASTRONOMIE
*69. — Voyenne : HISTOIRE DE L'IDÉE EUROPÉENNE
*70. — Boileau-Narcejac : LE ROMAN POLICIER
71. — Nacht : LE MASOCHISME
72. — Pierre-Henri Simon : L'HOMME EN PROCÈS
73. — Page : LE RADAR
*74. — Le Roy : INITIATION A L'ARCHÉOLOGIE ROMAINE
***75. — Atkinson : HISTOIRE D'ESPAGNE ET DU PORTUGAL
*76. — Chertok : L'HYPNOSE
77. — Freud : TOTEM ET TABOU
78. — Olivier : L'ÉVOLUTION ET L'HOMME
79. — Russell : PROBLÈMES DE PHILOSOPHIE
**80. — Schoell : HISTOIRE DES ÉTATS-UNIS
*81. — Sawyer : INTRODUCTION AUX MATHÉMATIQUES
*82. — Hadfield : L'ENFANCE ET L'ADOLESCENCE
*83. — Duyzings : LA MAFIA
84. — Freud : CINQ LEÇONS SUR LA PSYCHANALYSE
**85. — Mosca-Bouthoul : HISTOIRE DES DOCTRINES POLITIQUES
***86. — Balint : LE MÉDECIN, SON MALADE ET LA MALADIE
*87. — Diel : LE SYMBOLISME DANS LA MYTHOLOGIE GRECQUE

*88. — Gusdorf : POURQUOI DES PROFESSEURS?
**89. — Sombart : LE BOURGEOIS
*90. — Adler : CONNAISSANCE DE L'HOMME
**91. — Dr P. Simon : LE CONTROLE DES NAISSANCES
92. — Foix : LA GRAPHOLOGIE
93. — Jaspers : INITIATION A LA MÉTHODE PHILOSOPHIQUE
**94. — Farrington : LA SCIENCE DANS L'ANTIQUITÉ
*95. — Malinowski : LA SEXUALITÉ ET SA RÉPRESSION DANS LES SOCIÉTÉS PRIMITIVES
*96. — P.-H. Simon : TÉMOINS DE L'HOMME
**97. — Freud : PSYCHOPATHOLOGIE DE LA VIE QUOTIDIENNE
*98. — Paraf : LE RACISME DANS LE MONDE
99. — Osborn : MARXISME ET PSYCHANALYSE
**100. — Dauzat : TABLEAU DE LA LANGUE FRANÇAISE
*101. — Sebag : MARXISME ET STRUCTURALISME
*102. — Mauss : MANUEL D'ETHNOGRAPHIE
*103. — Tinbergen : LA VIE SOCIALE DES ANIMAUX
*104. — Sapir : LE LANGAGE
**105. — Marthe Robert : L'ANCIEN ET LE NOUVEAU (de Don Quichotte à Kafka)
**106. — Herskovits : LES BASES DE L'ANTHROPOLOGIE CULTURELLE
107. — Thomas Mann : GŒTHE ET TOLSTOÏ
**108. — Huizinga : LE DÉCLIN DU MOYEN AGE
109. — Malinowski : TROIS ESSAIS SUR LA VIE SOCIALE DES PRIMITIFS
**110. — Dr Held : PSYCHOTHÉRAPIE ET PSYCHANALYSE
*111. — Weigall : HISTOIRE DE L'ÉGYPTE ANCIENNE
112. — Klein-Riviere : L'AMOUR ET LA HAINE
**113. — Bouthoul : LES STRUCTURES SOCIOLOGIQUES
114. — Valabrègue : LA CONDITION MASCULINE

A découper ici

Si vous appréciez les volumes de cette co
et si vous désirez être tenu au courant des
cations des ÉDITIONS PAYOT, PARIS, déc
ce bulletin et adressez-le à :

ÉDITIONS PAYOT, PARIS
106, Bd Saint-Germain
Paris 6e

NOM ....

PRÉNOM ....

PROFESSION ....

ADRESSE ....

....

Je m'intéresse aux disciplines suivantes :

ACTUALITÉ, MONDE MODERNE ☐
ARTS ET LITTÉRATURE ☐
ETHNOGRAPHIE, CIVILISATIONS ☐
HISTOIRE ET GÉOGRAPHIE ☐
PHILOSOPHIE, RELIGION ☐
PSYCHOLOGIE, PSYCHANALYSE ☐
SCIENCES (Naturelles, Physiques) ☐
SOCIOLOGIE, DROIT, ÉCONOMIE ☐

(Marquez d'une croix les carrés correspondant aux matières qui vous intéressent.)

Suggestions :

....

....

....

ACHEVÉ D'IMPRIMER LE
28 FÉVRIER 1968 SUR LES
PRESSES DE L'IMPRIMERIE
BUSSIÈRE, SAINT-AMAND (CHER)

— N° d'impression 1413. —
Dépôt légal : 1er trimestre 1968.
Imprimé en France



Lawrence Lee Bazley Angas

L. L. B. ANGAS

est un spécialiste international des questions boursières. Son ouvrage **Placements et spéculation en bourse** est considéré comme le meilleur livre qui ait été écrit jusqu'à ce jour sur les questions de placement.

L'auteur applique sa méthode avec succès depuis de nombreuses années et des dizaines de milliers d'épargnants de tous les pays ont profité de ses conseils.

PETITE BIBLIOTHÈQUE PAYOT

à la portée de chacun

un livre petit format
un livre de bibliothèque
en édition intégrale

Payot, Paris

IMP. GROU-RADENEZ, PARIS